

Стратегия Ноябрь 2009

Уж как-то всё подозрительно хорошо...



- Мировая экономика продолжает восстанавливаться, и пока макроэкономическая картина выглядит очень даже оптимистично. Опасения, что китайская экономика замедляется, по-видимому, оказались напрасными – темпы роста в Китае остаются высокими, при этом вновь активизируется кредитования.
- За прошедший месяц ряд стран (Австралия, Норвегия, Индия) сделали первые шаги в направлении сворачивания стимулирующей политики. Мы рассматриваем это как начало тенденции, но полагаем, что до тех пор, пока она примет угрожающий характер для рынков, пройдет ещё немало времени. В настоящий момент угроза резкого ужесточения кредитно-денежной политики в ведущих странах мира отсутствует.
- Пару месяцев назад мы отмечали, что для инвестиций в акции сложилась уникальная ситуация – экономика оживает, но инфляционные ожидания умеренны, а процентные ставки снижаются. За это время картина изменилась – инфляционные ожидания усилились (спрэд UST-TIPS достиг годового максимума), а процентные ставки стали повышаться. Мы по-прежнему рекомендуем уделять повышенное внимание инфляционным ожиданиям, которые могут стать основным риском для акций в среднесрочной перспективе.
- Мы скорректировали среднесрочные макропрогнозы по российской экономике, заложив в них более высокие цены на нефть, более крепкий рубль и более низкую инфляцию. Наши ожидания в отношении реальных показателей не претерпели заметного изменения – мы по-прежнему ждём падения ВВП в этом году примерно на 8 % и рост в следующем году на 7 %. Сюрприз может преподнести инфляция – мы ждём замедления роста потребительских цен до 5.5 % в 2010 году.
- Мы сохраняем позитивный взгляд на долговые рынки, при этом при наметившемся снижении стоимости хеджирования валютных рисков и на фоне ожиданий дальнейшего снижения ставок ЦБ мы отдаём предпочтение длинным рублёвым облигациям качественных эмитентов.
- Наша предварительная цель по индексу РТС на конец 2010 года – 1 700 пунктов. Существенный вклад в повышение годового ориентира внес пересмотр WACC (средневзвешенный WACC по покрываемым нами компаниям снижен с 14.3 до 12.7 %). Мы повысили ценовые ориентиры по большинству акций нефтегазового сектора и по акциям крупнейших банков. Также мы начали покрывать акции электросетевых компаний.
- Нашими топ-рекомендациями на сегодняшний день являются: в голубых фишках – ФСК, МТС, Газпром, Лукойл и Евраз; во втором эшелоне – Новатэк, Распадская, АФК Система, Х5, Сильвинит.

Содержание

СТРАТЕГИЯ – НОЯБРЬ 2009	2
Основные тезисы	
СТРАТЕГИЯ – НОЯБРЬ 2009	4
Уж как-то всё подозрительно хорошо...	
ЭКОНОМИКА	7
Инфляция существенно снизится... но ненадолго	
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ	16
Растем дальше и смотрим на кредитные риски	
РЫНОК АКЦИЙ	21
Коррекция все-таки пришла	
НЕФТЬ И ГАЗ	28
Переоценка сектора повышает привлекательность газовых компаний	
МЕТАЛЛУРГИЯ	34
Стало хуже, но стабильнее	
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	38
Лучше ожиданий	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ	44
Контур реорганизации Связьинвеста становится все четче	
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	49
Повышение целевых уровней	
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР	53
Промоакции стимулируют трафик	
МАШИНОСТРОЕНИЕ	58
Новая помощь АвтоВАЗу	
МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ	61
Ситуация улучшается	
ТРАНСПОРТ	65
Улучшение конъюнктуры	
КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ	69

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – НОЯБРЬ 2009

Уж как-то всё подозрительно хорошо...

Потенциальные угрозы

В октябре, на наш взгляд, произошел ряд знаковых событий для мировых финансовых рынков. Первым таким знаковым событием стало повышение базовой процентной ставки Банком Австралии (в начале ноября состоялось повторное повышение). Австралия стала первой страной в G20, взявшей курс на отказ от стимулирующей кредитно-денежной политики. Позднее ставку повысил Банк Норвегии, а Банк Индии предпринял первые шаги по изъятию избыточной ликвидности из банковской системы (вливания ликвидности со стороны индийского Центробанка в период кризиса были одними из наиболее масштабных в мире – до 9 % ВВП). И хотя ФРС США не дала пока рынкам явного сигнала о намерении сворачивать свою стимулирующую политику, мы опасаемся, что это может произойти раньше, чем того ожидает рынок. Бывший глава ФРС Алан Гринспен в своих мемуарах («Age of Turbulence») признавал, что рассматривает экономику Австралии как Америку в миниатюре; по словам Гринспена, в свою бытность главой ФРС он обращал внимание на различные австралийские макроиндикаторы, которые зачастую движутся с опережающим лагом по отношению к аналогичным американским показателям.

Конечно, сворачивание различных стимулирующих программ не обязательно должно вызвать потрясения на рынках, но то, что это риск – очевидно. Причем сохранение стимулов на длительное время несет в себе, возможно, еще большие риски. На сегодняшний день инфляция в развитых странах фактически отсутствует, однако долгосрочные инфляционные ожидания достигли максимальных уровней за последний год. Ситуация на товарных рынках способствует дальнейшему усилению инфляционных рисков, и если этот тренд сохранится, то монетарные власти в США и Европе могут оказаться перед непростым выбором.



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Другим знаковым событием последнего месяца, на наш взгляд, является очередной скачок цен на золото. Как известно, он был спровоцирован новостью о покупке Банком Индии 200 тыс. т золота у МВФ. Индия оказалась третьей крупной страной после Китая и России, объявившей в текущем году о существенном увеличении доли золота в резервах. Мы рассматриваем это событие как очередное подтверждение взятого курса на диверсификацию резервов со стороны крупнейших их держателей. Показательно, что Индия в этом году сокращала вложения в казначейские обязательства США. Нет сомнения в том, что мы имеем дело с долгосрочным трендом, который усиливает давление на доллар и создает поддержку товарным рынкам. И, как уже было сказано выше, усиливает инфляционные риски.

В краткосрочном плане рост цен на золото и падение доллара, безусловно, создают поддержку рынку акций, но если этот процесс пойдет слишком далеко, то инвесторам в акции не поздоровится.

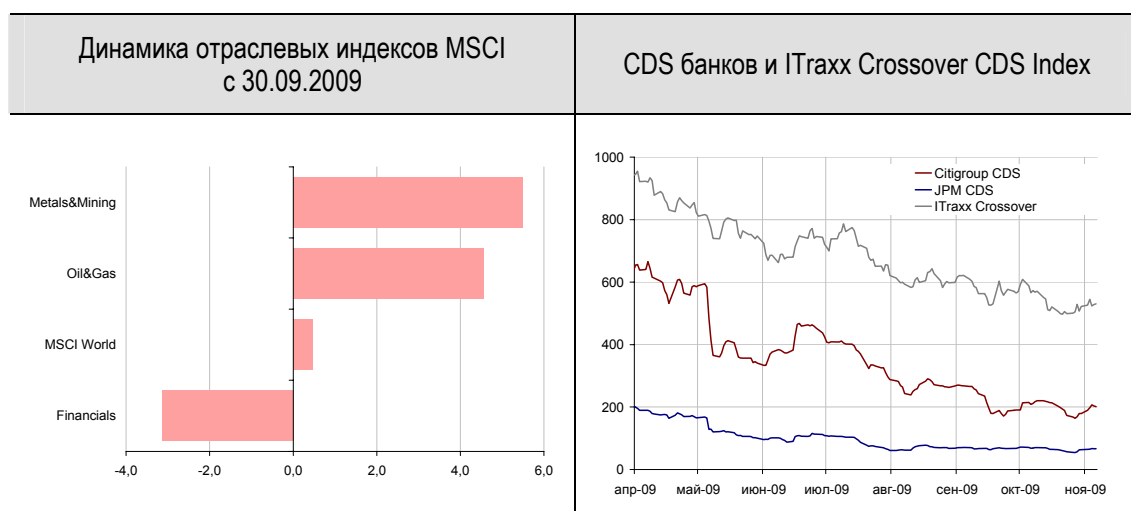
Уровень координации финансовой политики ведущих мировых держав увеличивается, и мы не сомневаемся, что если ослабление доллара начнет принимать угрожающий характер, то оно натолкнется на жесткое и скоординированное сопротивление со стороны мировых Центробанков.



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Есть и еще один фактор, который вызывает у нас повышенную тревогу. Мы обращаем внимание на то, что на фоне улучшающейся макроэкономической картины во всем мире и избыточной ликвидности на финансовых рынках акции банков ведут себя крайне неуверенно. С начала 4-го квартала акции банков являются явными аутсайдерами мировых рынков, тон на которых задают акции сырьевых компаний. Что это – предвестник новых проблем у глобальных банков? Или они уже начались, но мы пока их не хотим замечать (состояние рынка коммерческой недвижимости в США; банкротство CIT)? Впрочем, возможно, отставание банковских акций связано с тем, что в предыдущие месяцы их рост существенно опережал рынок в целом. Отметим также, что динамика CDS глобальных банков не свидетельствует пока о каком-то заметном росте рисков в секторе.

Тем не менее, мы рекомендуем в ближайшие месяцы очень внимательно следить за динамикой акций банковского сектора: если она будет оставаться «хуже рынка», то для инвесторов это станет явным сигналом сокращать риски.



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Возможно, мы дуем на воду. Макроэкономическая картина во всем мире улучшается; Китай, похоже, и не думает замедляться (после небольшой паузы в июле-августе в сентябре кредитование вновь активизировалось); цены на сырье устойчиво высокие; ликвидности на мировых рынках в избытке. Но очень часто слишком радужная картина бывает опаснее самых плохих новостей...



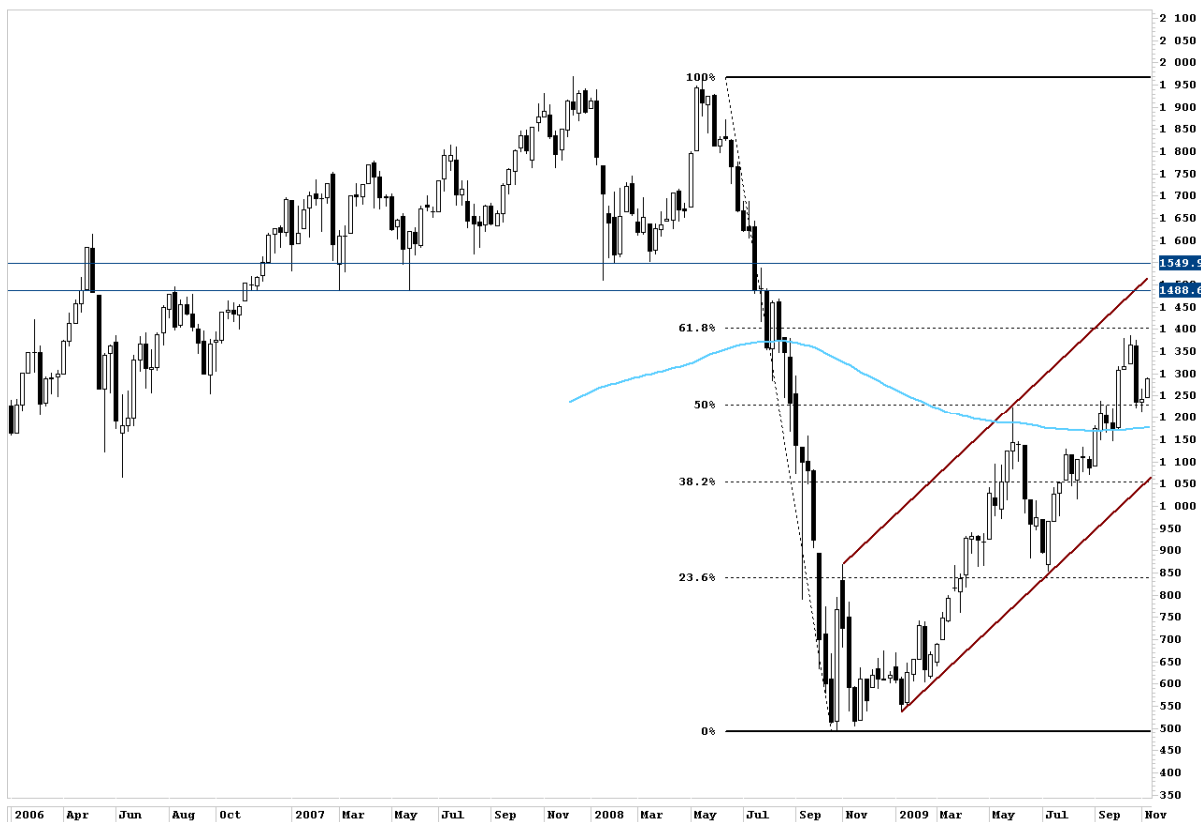
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Взглянем на графики

Два месяца назад мы трактовали график индекса ММВБ как «консолидацию перед рывком вверх с основной целью 1 400 пунктов» (см. нашу сентябрьскую Стратегию). Этот прогноз полностью оправдался – рынок вышел из состояния консолидации вверх, совершив поход на 1 388 пунктов (максимум 20.10.2009).

Сложившаяся сейчас техническая картина, на наш взгляд, крайне неопределённая. Падение в конце октября было достаточно резким, чтобы знаменовать собой начало хорошей коррекции. Однако, консолидация, наблюдавшаяся в течение всей прошлой недели вокруг уровня 1250 пунктов, завершилась сегодня резким движением вверх. Если начавшаяся неделя будет закрыта белой свечой, то о коррекции, скорее всего, можно будет забыть. В этом случае рынок двинется вверх в диапазон 1500-1550 пунктов, где находится очень сильная область сопротивления.

Индекс ММВБ



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Мы подтверждаем наши среднесрочные макропрогнозы, ожидая примерно 8%-ного снижения российской экономики в этом году и 7%-ного роста ВВП в 2010 г. В наши расчеты мы закладываем среднегодовую цену нефти в 2010 г. на уровне \$ 77.5 за баррель (Urals) и среднегодовой курс рубля к доллару 28.2.

Динамика инфляционных показателей стала главным макроэкономическим сюрпризом последних месяцев – впервые за всю новейшую историю мы наблюдали стабильность потребительских цен на протяжении целого квартала (август-октябрь). На наш взгляд, основной причиной столь удивительной инфляционной картины стали монетарные факторы. Снижение уровня монетизации российской экономики, наблюдавшееся впервые за последнее десятилетие, приведет к снижению показателей инфляции до 5-5.5 % в следующем году, но уже в 2011 г. инфляция вновь начнет ускоряться.

О текущем моменте

Последняя макростатистика по России свидетельствует о начале подъема экономики. Согласно оценкам МЭР, сезонно сглаженный индекс ВВП в 3-м квартале вырос на 0.6 % по отношению к предыдущим трем месяцам. Формально это позволяет утверждать, что спад, наблюдавшийся в российской экономике на протяжении четырех кварталов, завершен.

Основные макроиндикаторы, % квартал к кварталу с исключенной сезонностью

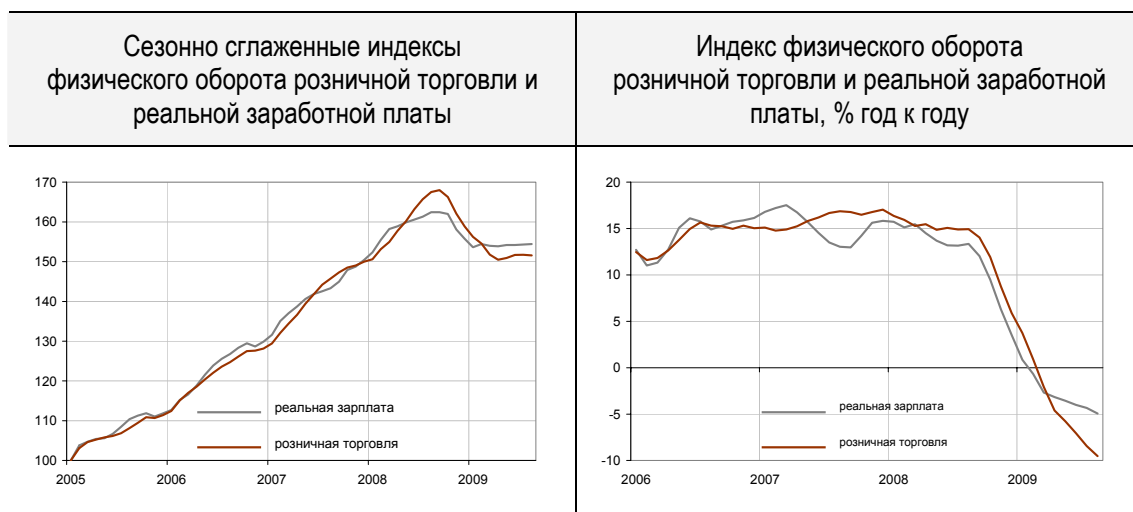
	3 кв. 2008	4 кв. 2008	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009
ВВП	-0.8	-2.4	-6.9	-1.0	0.6
Промышленность	-3.0	-6.6	-5.1	-1.2	1.5
Инвестиции	-4.2	-4.6	-7.9	-4.2	-2.6
Строительство	-5.0	0.5	-14.2	-1.6	-2.4
Розничная торговля	3.7	-1.9	-4.9	-2.6	-0.4
Реальная заработная плата	1.6	-0.5	-2.1	-1.7	-0.1

Источник: МЭР

Главным источником роста сейчас является внешний спрос. Именно благодаря внешним факторам наблюдается уверенное восстановление производства в ряде ключевых отраслей российской промышленности (металлургия, нефтегазовый сектор, нефтехимия). В то же время отрасли, ориентированные преимущественно на внутренний спрос, остаются в сложной ситуации (прежде всего автопром и строительный сектор).

Именно слабость внутреннего спроса не позволяет пока говорить о начале устойчивого экономического роста. В 3-м квартале активность в секторе розничной торговли находилась на дне, но углубления спада не наблюдалось. Мы считаем, что потребительский спрос в настоящий момент стабилизировался, и уже в текущем квартале тренд начнет разворачиваться в сторону повышения.

Отметим, что активность в секторе розничной торговли достаточно сильно коррелирует с динамикой реальных доходов/зарплат (см. график). По нашим расчетам, реальные зарплаты упали не так сильно (на 5.5 % от максимума), как обороты розничной торговли (примерно на 10 %). Таким образом, причина резкого снижения потребительской активности связана не столько с ухудшением финансового состояния населения, сколько с психологией потребителя – в условиях неопределенности и негативного новостного потока люди стали больше сберегать. Этот вывод полностью подтверждается и динамикой банковских депозитов, которые за последний год выросли на 14 %. Таким образом, как только настроения потребителей начнут меняться, восстановление спроса произойдет опережающими темпами по отношению к зарплатам – т. е. даже при умеренном росте доходов спрос будет расти достаточно быстро.



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

О прогнозах на 2010 год

Наши макропрогнозы за последние месяцы принципиально не изменились, за исключением одного важного момента – инфляции.

Мы по-прежнему оцениваем падение ВВП в текущем году на уровне около 8 % и сокращение промышленного производства примерно на 10 %. Более чем на 5 % снизится активность в секторе розничной торговли.

Основные макропрогнозы

	2009	2010
Нефть (Urals), \$/баррель	60.0	77.5
Сталь (г/к лист), \$/тонна	440	550
Никель, \$/тонна	15 000	19 000
Медь, \$/тонна	5 080	6 500
Алюминий, \$/тонна	1 675	2 000
Евро/доллар (среднегодовой)	1.39	1.49
Доллар/рубль (среднегодовой)	31.7	28.2
Инфляция (цены потребителей)	9.0	5.5
ВВП, % год к году	-8.0	7.0
Промышленное производство, % год к году	-10.0	8.0
Розничная торговля, % год к году	-5.5	4.0
Реальные располагаемые денежные доходы, % год к году	-3.5	2.5

В следующем году мы ожидаем рост ВВП на уровне 7 %. Столь высокий прогноз во многом объясняется эффектом базы, или, иными словами, глубиной провала в первой половине 2009 г. Многие отрасли к настоящему моменту уже достаточно высоко поднялись от своих минимальных уровней, достигнутых в начале года (например, металлургия, угольная промышленность, цементная отрасль, производство удобрений, трубная промышленность), поэтому даже если здесь начнется стагнация (т. е. объемы производства стабилизируются на текущих уровнях), все равно по сравнению с итогами 2009 г. в следующем году будет зафиксирован существенный рост. Для иллюстрации этого тезиса приведем в качестве примера черную металлургию. В сентябре отрасль фактически вышла на 100%-ную загрузку мощностей; в следующем году наши отраслевые аналитики прогнозируют среднюю загрузку по отрасли на уровне 90-95 % (т. е. ниже текущих уровней), однако даже в этом случае суммарные объемы производства стали по итогам всего 2010 г. превысят показатели 2009 г. примерно на 15 %.

То же самое касается и ВВП: даже если в следующем году экономика будет находиться в состоянии стагнации (т. е. сезонно сглаженный индекс ВВП не будет меняться по сравнению с концом 2009 г.), то и в этом случае рост ВВП по отношению к 2009 г. составит не менее 2.5-3 %. По нашим оценкам, правительственный прогноз на 2010 год (рост ВВП на 1.6 %) может реализоваться лишь в случае ухудшения общей экономической ситуации по сравнению с текущим моментом, т. е.

такой прогноз косвенно подразумевает вторую волну кризиса, пусть и менее сильную, чем первая. На наш взгляд, это маловероятный сценарий.

Обновленная версия наших макропрогнозов, представленная в этой статье, не сильно отличается от предыдущего варианта, особенно в части реальных показателей. Изменения коснулись в основном монетарных параметров:

- прогноз цен на нефть на 2010 год повышен с \$ 65 до \$ 77.5 за баррель Urals;
- более дорогая нефть предполагает более слабый доллар: 1.49 против евро (1.42 в предыдущей версии) и 28.2 против рубля (28.6);
- прогноз торгового баланса в 2010 г. повышен со \$ 100 до \$ 160 млрд, сальдо счета текущих операций – с \$ 55 до \$ 75 млрд;
- прогноз инфляции снижен до 9 % в этом году и до 5.5 % в следующем.

Как видно, наиболее радикальному пересмотру подверглись прогнозы по инфляции, и эту тему мы хотели бы прокомментировать более подробно.

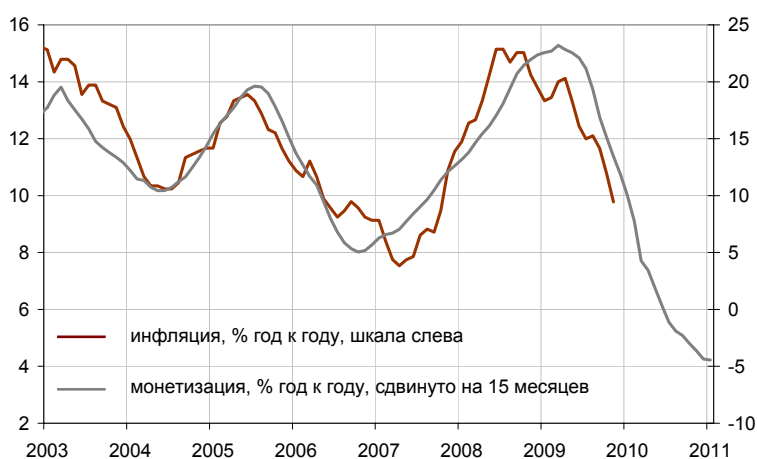
Об инфляции

Динамика инфляционных показателей стала главным макроэкономическим сюрпризом последних месяцев – впервые за всю новейшую историю мы наблюдали нулевой прирост потребительских цен на протяжении целого квартала (август-октябрь). На наш взгляд, основной причиной столь удивительной инфляционной картины стали монетарные факторы.

В 2008/2009 гг. мы наблюдали не только к сокращение денежной массы (что естественно на фоне резкого уменьшения объема экономики), но и снижение уровня монетизации (M2 к ВВП), причем снижение монетизации наблюдалось впервые за последнее десятилетие.

Именно снижение уровня монетизации экономики, на наш взгляд, является ключевым антиинфляционным фактором. Наша модель, описывающая эту зависимость (см. график), показывает, что в следующем году годовые показатели инфляции могут снизиться до 5-5.5 % (декабрь к декабрю). Отметим, что более простая модель (индекс потребительских цен в зависимости от денежной массы), которую используют многие аналитики, является теоретически некорректной, поскольку не учитывает динамику ВВП. Переход от показателя «M2» к показателю «M2/ВВП» является попыткой сделать данную модель более теоретически безупречной.

Темпы роста монетизации и потребительских цен



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Отметим, что на фоне улучшившегося состояния платежного баланса и ожидаемых в конце года крупных бюджетных расходов уровень монетизации российской экономики вновь начинает расти, что, согласно представленной модели, приведет к ускорению инфляции в 2011 г. Так что наблюдаемый сейчас антиинфляционный тренд мы рассматриваем как временный – уже к концу следующего года он себя полностью исчерпает.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2005	2006	2007	2008	Янв.-окт. 2009	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
РЫНОК НЕФТИ									
Urals, \$/баррель									
среднегодовой	50.2	60.9	69.4	93.8	58.0	60.0	77.6	82.3	82.1
на конец года	54.4	55.1	91.6	34.8	74.4	75.0	80.0	85.0	85.0
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	445	605	698	872	943	960	1 050	1 050	1 050
на конец года	517	637	839	882	1 045	1 050	1 050	975	1 050
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	14 788	24 160	35 838	21 253	14 290	15 000	19 000	19 500	20 000
на конец года	13 372	34 025	27 200	11 700	18 250	18 500	19 250	19 750	20 250
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	3 680	6 736	7 009	6 879	4 861	5 080	6 500	6 700	6 900
на конец года	4 542	6 308	6 755	3 070	6 480	6 300	6 550	6 800	6 950
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	1 906	2 595	2 661	2 620	1 625	1 675	2 000	2 200	2 300
на конец года	2 277	2 803	2 410	1 540	1 908	1 900	2 100	2 300	2 300
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	1 400	3 250	3 234	1 902	1 562	1 650	2 100	2 200	2 300
на конец года	1 909	4 230	2 430	1 208	2 160	2 100	2 150	2 250	2 350
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	75	56	73	171	55	60	95	105	110
на конец года	50	64	90	68	89	85	100	108	112
Сталь (LME), \$/тонна									
среднегодовой					354	355	400	450	500
на конец года				380	370	390	425	475	525
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.24	1.26	1.37	1.47	1.38	1.39	1.49	1.52	1.53
на конец года	1.18	1.32	1.46	1.40	1.47	1.47	1.51	1.53	1.54
Доллар/рубль									
среднегодовой	28.31	27.14	25.55	24.87	32.23	31.70	28.20	27.00	26.25
на конец года	28.78	26.33	24.55	29.38	29.05	28.90	27.50	26.50	26.00
Евро/рубль									
среднегодовой	35.16	34.11	35.03	36.45	44.34	44.10	42.00	41.00	40.25
на конец года	34.19	34.70	35.93	41.44	43.07	42.50	41.50	40.50	40.00
Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45)									
среднегодовой	31.39	30.28	29.82	30.08	37.68	37.28	34.41	33.30	32.55
на конец года	31.21	30.10	29.67	34.81	35.36	35.02	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	3.20	3.25	4.00	4.50	4.50
на конец года, % годовых	4.39	4.70	4.03	2.22	3.39	3.50	4.25	4.50	4.50
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой, % годовых	5.96	5.93	5.80	6.78	7.81	7.45	5.75	5.50	5.50
на конец года, % годовых	5.55	5.66	5.53	9.98	5.73	5.50	5.75	5.50	5.50
спрэд к UST-10, б. п.	115	95	150	775	234	200	150	100	100
Портфель ГКО / ОФЗ									
среднегодовой, % годовых	7.68	6.80	6.59	7.47	10.37	10.00	8.00	7.25	7.00
на конец года, % годовых	6.78	6.57	6.53	9.11	9.16	8.50	7.50	7.00	7.00
Ставка рефинансирования, % годовых	12.0	11.0	10.0	13.0	9.5	8.5	7.0	8.0	8.0
Мин. ставка прямого РЕПО, % годовых				9.0	6.75	6.0	4.5	5.5	5.5
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	1 126	1 922	2 291	632	1 349	1 400	1 750	-	-
Изменение за год, %	83.4	70.7	19.2	-72.4	113.4	121.6	25.0	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2005	2006	2007	2008	Янв.-сент. 2009	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
ВВП									
реальный, % год к году	6.4	7.7	8.1	5.6	-10.0	-8.0	7.0	5.5	5.6
индекс-дефлятор, % год к году	19.2	15.5	13.9	19.1	-	4.5	13.5	11.5	11.0
номинальный, млрд руб.	21 625	26 904	33 111	41 668	28 478	40 210	48 453	56 690	66 100
% год к году	26.8	24.4	23.1	25.8	-7.3	-3.5	20.5	17.0	16.6
номинальный, \$ млрд	764	991	1 296	1 675	874	1 268	1 718	2 100	2 518
на душу населения, \$ тыс.	5.4	7.0	9.1	11.8	6.2	8.9	12.1	14.8	17.8
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	5.1	6.3	6.3	2.1	-13.5	-10.0	8.0	5.0	4.6
обрабатывающая промышленность	7.6	8.3	9.5	3.2	-19.1	-14.5	11.5	7.0	6.5
добыча полезных ископаемых	1.4	2.5	1.9	0.2	-3.0	-2.5	3.0	2.0	1.5
производство электроэнергии, воды и газа	0.9	4.9	-0.2	1.4	-6.9	-4.0	2.0	2.2	2.0
Добыча нефти									
% год к году	2.5	2.2	2.3	-0.7	0.6	0.9	1.0	1.0	0.3
млн т	470	480	491	488	368	493	498	503	504
млн баррелей в сутки	9.44	9.65	9.87	9.78	9.87	9.89	9.99	10.09	10.09
Добыча газа									
% год к году	1.1	2.4	-0.5	1.8	-18.3	-14.3	8.6	4.8	4.0
млрд куб. м	641	656	653	665	405	570	619	649	675
млн б. н. э. в сутки	10.33	10.58	10.53	10.69	8.74	9.19	9.98	10.46	10.85
Инвестиции в основной капитал									
индекс физического объема, % год к году	10.9	16.7	22.7	9.8	-18.9	-18.0	10.0	12.0	16.0
млрд руб.	3 611	4 730	6 716	8 765	5 001	7 275	8 803	10 827	14 021
% год к году	26.0	31.0	42.0	30.5	-14.2	-17.0	21.0	23.0	29.5
% к ВВП	16.7	17.6	20.3	21.0	17.6	18.1	18.2	19.1	21.2
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	12.8	14.1	16.1	13.5	-5.3	-5.5	4.0	10.5	12.0
млрд руб.	7 042	8 712	10 869	13 920	10 463	14 797	16 424	19 216	22 963
% год к году	24.8	23.7	24.8	28.1	5.3	6.3	11.0	17.0	19.5
% к ВВП	32.6	32.4	32.8	33.4	36.7	36.8	33.9	33.9	34.7
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году в реальном выражении	13.2	18.1	18.2	12.8	-18.4	-18.0	9.0	9.5	12.0
млрд руб.	1 754	2 351	3 293	4 528	2 629	3 758	4 510	5 435	6 820
% год к году в ном. выражении	33.6	34.0	40.1	37.5	-15.0	-17.0	20.0	20.5	25.5
% к ВВП	8.1	8.7	9.9	10.9	9.2	9.3	9.3	9.6	10.3
жилищное строительство									
введено жилья, тыс. штук квартир	515	609	721	768	387	725	680	635	650
введено жилья, млн кв. м	43.6	50.6	61.0	63.8	35.0	62.0	58.0	55.0	56.0
% год к году	6.1	16.1	20.6	4.6	-0.6	-2.8	-6.5	-5.2	1.8
средний размер квартиры, кв. м	84.6	83.0	84.6	83.1	90.5	85.5	85.3	86.6	86.2
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.31	0.36	0.43	0.45	0.25	0.44	0.41	0.39	0.39
Сельское хозяйство									
% год к году	2.3	3.6	3.4	10.8	-0.8	-1.0	3.0	3.0	2.5

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2005	2006	2007	2008	Янв.-сент. 2009	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные доходы на душу населения									
рублей в месяц	8 112	10 196	12 603	15 136	15 879	16 392	17 949	20 103	23 621
% год к году	26.5	25.7	23.6	20.1	10.5	8.3	9.5	12.0	17.5
Реальные расп. денежные доходы населения									
% год к году	12.4	13.5	12.1	2.9	-1.1	-3.5	2.5	5.5	10.0
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц			12 106	15 104	16 070	16 388	17 961	20 206	23 641
% год к году				24.8	12.8	8.5	9.6	12.5	17.0
Превышение доходов над расходами			3.9	0.2	-1.2	0.0	-0.1	-0.5	-0.1
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	8 555	10 634	13 593	17 290	18 156	18 673	20 260	22 692	26 776
% год к году	26.9	24.3	27.8	27.2	8.6	8.0	8.5	12.0	18.0
среднегодовая, \$ в месяц	302	392	532	695	559	589	718	840	1 020
% год к году	29.2	29.7	35.8	30.7	-19.4	-15.3	22.0	17.0	21.4
Реальная заработная плата									
% год к году	12.6	13.3	17.2	11.5	-3.5	-3.8	1.5	5.5	10.5
Рынок труда									
постоянное население, млн ч.	142.8	142.2	142.0	141.9	141.9	141.9	141.9	141.9	141.8
изменение за год, тыс. ч.	-721	-533	-212	-105	-11.5	0	-25	-50	-50
экономически активное население, млн ч.	73.8	74.2	75.0	75.8	76.2	75.7	75.5	75.2	75.0
безработные на конец года, млн ч.	5.66	5.13	4.60	5.80	5.76	6.00	5.70	5.20	4.60
безработица на конец года, %	7.7	6.9	6.1	7.7	7.6	7.9	7.5	6.9	6.1
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн ч.	1.83	1.74	1.55	1.52	2.04	2.25	2.00	1.80	1.60
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.5	2.3	2.1	2.0	2.7	3.0	2.6	2.4	2.1

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2005	2006	2007	2008	Янв.-сент. 2009	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Денежная масса									
M2, млрд руб.	6 045	8 996	13 272	13 493	13 650	14 900	18 200	21 900	26 000
% год к году	38.5	48.8	47.5	1.7	-5.0	10.4	22.1	20.3	18.7
% к ВВП	28.0	33.4	40.1	32.4	-	37.1	37.6	38.6	39.3
M0, млрд руб.	2 009	2 785	3 702	3 795	3 486	3 750	4 400	5 050	5 700
% год к году	30.9	38.6	32.9	2.5	-10.7	-1.2	17.3	14.8	12.9
доля в M2, %	33.2	31.0	27.9	28.1	25.5	25.2	24.2	23.1	21.9
% к ВВП	9.3	10.4	11.2	9.1	-	9.3	9.1	8.9	8.6
Инфляция									
Индекс потребительских цен, % дек. к дек.	10.9	9.0	11.9	13.3	10.7	9.0	5.5	7.0	8.2
% среднегодовой	12.5	9.8	9.1	14.1	12.9	11.8	7.0	6.5	7.5
Индекс цен производителей, % дек. к дек.	13.4	10.4	25.1	-7.0	-6.5	17.5	12.0	8.0	10.0
% среднегодовой	20.9	12.5	14.1	21.8	-6.7	-6.0	13.5	10.0	9.0
Золотовалютные резервы									
Прирост с начала года, \$ млрд	58	122	175	-52	-14	23	120	128	132
На конец года, \$ млрд	182	304	479	427	413	450	570	718	870
% к ВВП	23.9	30.6	36.9	25.5	-	35.5	33.2	34.2	34.6
Монетарный курс рубля									
M2 к ЗВР	33.2	29.6	27.7	31.6	33.0	33.1	31.9	30.5	29.9
по отношению к фактическому курсу	4.4	3.3	3.2	2.2	2.9	4.2	4.4	4.0	3.9

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, млрд руб.	2005	2006	2007	2008	Янв.-сент. 2009	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Активы	9 696	13 963	20 125	28 022	28 182	28 919	34 182	41 361	49 633
% год к году	36.6	44.0	44.1	39.2	14.7	3.2	18.2	21.0	20.0
% к ВВП	44.8	51.9	60.8	67.3	-	71.9	70.5	73.0	75.1
Собственный капитал	1 242	1 693	2 671	3 811	4 466	4 489	5 208	6 067	7 038
% год к году	31.2	36.3	57.8	42.7	41.8	17.8	16.0	16.5	16.0
% к ВВП	5.7	6.3	8.1	9.1	-	11.2	10.7	10.7	10.6
% к активам	12.8	12.1	13.3	13.6	15.8	15.5	15.2	14.7	14.2
Депозиты населения	2 761	3 810	5 159	5 907	6 705	7 100	8 627	10 525	12 787
% год к году	39.4	38.0	35.4	14.5	13.8	20.2	21.5	22.0	21.5
% к ВВП	12.8	14.2	15.6	14.2	-	17.7	17.8	18.6	19.3
% к пассивам	28.5	27.3	25.6	21.1	23.8	24.6	25.2	25.4	25.8
Кредиты населению	1 056	1 883	2 971	4 017	3 619	3 595	4 045	4 894	5 873
% год к году	96.2	78.3	57.8	35.2	-9.9	-10.5	12.5	21.0	20.0
% к активам	10.9	13.5	14.8	14.3	12.8	12.4	11.8	11.8	11.8
% к депозитам населения	38.2	49.4	57.6	68.0	54.0	50.6	46.9	46.5	45.9
Просроченная задолженность	20	51	97	149	231	244	275	299	294
% к портфелю	1.9	2.7	3.2	3.7	6.4	6.8	6.8	6.1	5.0
Депозиты юридических лиц	1 271	2 147	3 520	4 945	5 312	5 529	6 497	7 796	9 277
% год к году	67.7	68.9	64.0	40.5	2.6	11.8	17.5	20.0	19.0
% к пассивам	13.1	15.4	17.5	17.6	18.8	19.1	19.0	18.8	18.7
Кредиты предприятиям	4 397	6 148	9 316	12 510	12 716	12 760	14 865	18 195	22 016
% год к году	31.3	39.8	51.5	34.3	8.4	2.0	16.5	22.4	21.0
% к активам	45.3	44.0	46.3	44.6	45.1	44.1	43.5	44.0	44.4
Просроченная задолженность	56	70	86	266	717	804	1 002	1 146	1 145
% к портфелю	1.3	1.1	0.9	2.1	5.6	6.3	6.7	6.3	5.2
Просроченная задолженность по кредитам	76	121	183	415	948	1 048	1 277	1 445	1 438
% к кредитному портфелю	1.4	1.5	1.5	2.5	5.8	6.4	6.8	6.3	5.2
Резервы на возможные потери по кредитам	295	403	532	899	1 615	1 730	1 915	2 023	1 870
% к кредитному портфелю	5.4	5.0	4.3	5.4	9.9	10.6	10.1	8.8	6.7
% к просроченной задолженности	389	333	291	217	170	165	150	140	130
Прибыль	262	372	508	409	31	90	968	1 254	1 706
ROAA	3.1	3.1	3.0	1.7	0.1	0.3	3.1	3.3	3.8
ROAE	24.0	25.3	23.3	12.6	1.0	2.2	20.0	22.2	26.0

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2005	2006	2007	2008	Янв.-сент. 2009	2009 П **	2010 П ***	2011 П ***	2012 П ***
Доходы, млрд руб.	5 125	6 279	7 765	9 258	5 112	6 714	6 950	7 456	8 070
% год к году	49.5	22.5	23.7	19.2	-28.6	-27.5	3.5	7.3	8.2
% к ВВП	23.7	23.3	23.4	22.2	17.9	17.2	16.1	15.5	15.0
нефтегазовые доходы				4 389	1 996	2 057	3 195	3 312	3 503
% год к году					-41.8	-53.1	55.3	3.7	5.8
% к ВВП				10.5	7.0	5.3	7.4	6.9	6.5
% к доходам				47.4	39.0	30.6	46.0	44.4	43.4
не нефтегазовые доходы				4 869	3 116	4 657	3 755	4 144	4 567
% год к году					-16.3	-4.4	-19.4	10.4	10.2
% к ВВП				11.7	10.9	11.9	8.7	8.6	8.5
% к доходам				52.6	61.0	69.4	54.0	55.6	56.6
Расходы, млрд руб.	3 512	4 285	5 982	7 561	6 463	9 778	9 887	9 390	9 881
% год к году	30.1	22.0	39.6	26.4	40.7	29.3	1.1	-5.0	5.2
% к ВВП	16.2	15.9	18.1	18.1	22.7	25.4	22.9	19.5	18.4
Профицит, млрд руб.	1 613	1 994	1 782	1 697	-1 351	-3 065	-2 937	-1 934	-1 811
% к ВВП	7.5	7.4	5.4	4.1	-4.7	-8.0	-6.8	-4.0	-3.4
Резервный фонд *									
млрд руб.	1 237	2 347	3 849	4 028	2 298				
\$ млрд	43.0	89.1	156.8	137	76				
% к ВВП	5.7	8.7	11.6	9.7	-				
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.				2 584	2 764				
\$ млрд				88	92				
% к ВВП				6.2	-				

* - до 2008 г. – Стабилизационный фонд

** - оценки Правительства

*** - параметры бюджета 2010-2012

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, \$ млрд	2005	2006	2007	2008	Янв.-сент. 2009	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П
Счет текущих операций	84	94	77	102	32	60	75	60	40
% год к году	41	12	-18	33	-66	-41	25	-20	-33
% к ВВП	11.0	9.5	5.9	6.1	3.7	4.7	4.4	2.9	1.6
Экспорт товаров	244	304	354	472	206	300	390	420	455
% год к году	33	25	17	33	-45	-36	30	8	8
% к ВВП	31.9	30.6	27.3	28.2	23.6	23.7	22.7	20.0	18.1
в т. ч. экспорт углеводородов	149	191	219	309	130	194	255	260	265
% к ВВП	19.5	19.2	16.9	18.5	14.8	15.3	14.8	12.4	10.5
% к общему объему экспорта	61.1	62.8	61.7	65.6	60.6	64.7	65.4	61.9	58.2
Импорт товаров	125	164	223	291.9	132	180	230	290	360
% год к году	29	31	36	31	-40	-38	28	26	24
% к ВВП	16.4	16.6	17.2	17.4	15.0	14.2	13.4	13.8	14.3
Торговое сальдо	118	139	131	180	75	120	160	130	95
% год к году	38	18	-6	37	-52	-33	33	-19	-27
% к ВВП	15.5	14.0	10.1	10.7	8.6	9.5	9.3	6.2	3.8
Прямые иностранные инвестиции	13	30	55	73	-	52	70	95	115
% к ВВП	1.7	3.0	4.3	4.4	-	4.1	4.1	4.5	4.6
Банки	2	3	7	10	-	7	10	15	20
% к ВВП	0.3	0.3	0.6	0.6	-	0.6	0.6	0.7	0.8
% к общему объему ПИИ	15	8	13	14	-	13	14	16	17
Прочие сектора	11	27	48	63	38	45	60	80	95
% к ВВП	1.4	2.7	3.7	3.7	4.3	3.5	3.5	3.8	3.8
% к общему объему ПИИ	85	92	87	86	-	87	86	84	83
Чистый отток капитала	0	41	82	-133	-62	-50	40	56	80
% к ВВП	0.0	4.2	6.4	-7.9	-7.1	-3.9	2.3	2.7	3.2
Банки	6	28	46	-57	-41	-40	8	16	25
% к ВВП	0.8	2.8	3.5	-3.4	-4.7	-3.2	0.5	0.8	1.0
Прочие сектора	-6	14	37	-76	-21	-10	32	40	55
% к ВВП	-0.8	1.4	2.8	-4.5	-2.4	-0.8	1.9	1.9	2.2

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

Торговые рекомендации ноября в основном базируются на отыгрыше потерянных ранее позиций. Мы считаем, что отсутствие явных признаков сворачивания программ стимулирования в США после заседания FOMC дает EM новую надежду на дальнейшее сужение спрэдов корпоративных выпусков. Таким образом, мы акцентируем свое внимание на наиболее перепроданных бумагах, которые должны показать рост «лучше рынка».

Внешние вводные для рублевого рынка хорошие. Внутренние предпосылки тоже носят позитивную для рынков окраску. На наш взгляд, поводов для дальнейшего роста котировок больше, чем аргументов для углубления коррекции. В пользу продолжения ралли говорит комфортная ситуация с ликвидностью, явное намерение Банка России продолжить снижать ставки и стабильная обстановка на валютном рынке.

В этой связи мы ожидаем дальнейшее сокращение спрэдов корпоративных облигаций, наибольший ценовой рост из которых по понятным причинам покажут более длинные инструменты. Параллельно с этим сценарием мы обращаем отдельное внимание на ценовые несоответствия, которые могут принести инвесторам выигрши безотносительно общего движения рынка.

В последнюю неделю октября мы стали свидетелями хрестоматийного примера risk aversion – резкого охлаждения аппетита к рыночным рискам и желания застраховать средства в более надежных активах – пожалуй, первой значительной смены настроений инвесторов EM за последние месяцы.

Нам кажется, что причины возникшего risk aversion носили во многом технический характер – рынкам потребовалась пауза после чрезмерно бурного роста. Поводом же для остановки послужила, как обычно, макростатистика, повышение процентных ставок в ряде стран, заявления гуру уровня Билла Гросса и Джорджа Сороса насчет чрезмерного оптимизма участников фондовых рынков.

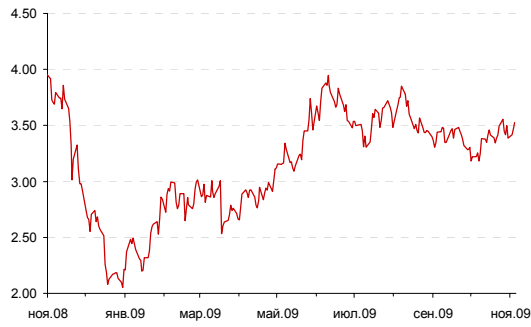
Резкая смена приоритетов участников рынка вызвала глобальные перетоки ликвидности из EM, временное укрепление доллара и UST, значительную коррекцию в корпоративных еврооблигациях. Впервые за несколько месяцев глобальные рынки долга оступились.

К началу ноября рынки, образно говоря, оказались на перепутье, после которого могли как продолжить восхождение к новым высотам, так и со схожей степенью вероятности развернуться на 180 градусов. Многие зависело от американской статистики и очередного заседания FOMC. К счастью для рынков, ФРС не стала пугать инвесторов, а последняя американская статистика регулятору в этом помогает (ВВП за 3-ий квартал, розничные продажи, PMI в промсекторе).

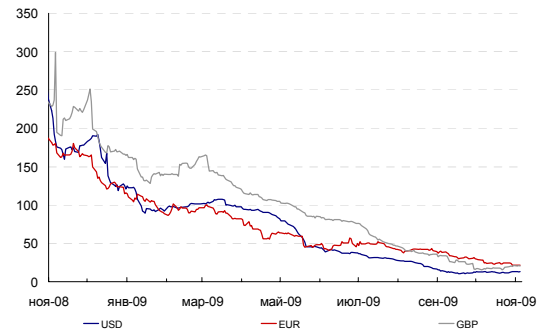
Итоговый пресс-релиз FOMC подтвердил сохранение политики преемственности американского регулятора. Речи о повышении ставок по-прежнему нет, хотя ФРС заменил прежние обтекаемые формулировки факторами, которые будут определять дальнейшую смену политики – это инфляция, занятость и загрузка промышленных мощностей. В общем-то данные составляющие опасений не вызывают, хотя инфляционные ожидания в конце октября стали выше: спрэд UST-10 – TIPS-10 (см. график) превысил 200 б. п.

В целом заседание FOMC оказало стимулирующее влияние на рост аппетитов к риску. Фондирование в долларах будет еще продолжительное время дешевым, сырьевые валюты будут укрепляться, а доходности на EM – привлекательными для вложений. Таким образом, мы ждем продолжения сужения спрэдов российского корпоративного сегмента, но думаем, что спрэду Russia' 30 – UST-10 очень сложно будет преодолеть отметку в 200 б. п.

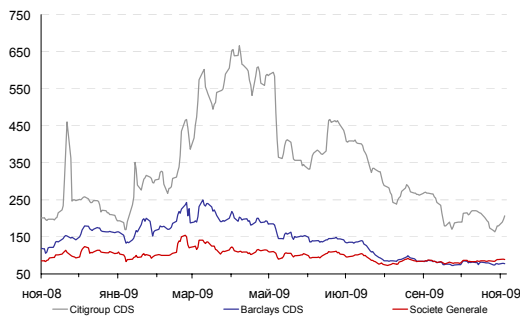
Динамика доходности UST-10



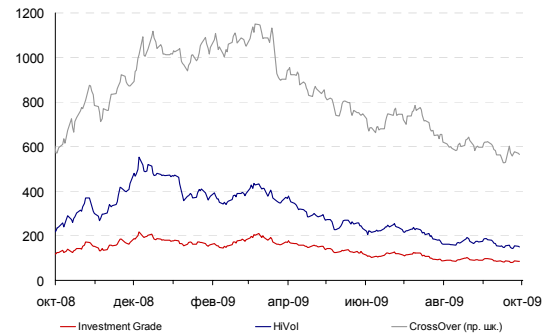
Спрэд LIBOR-OIS



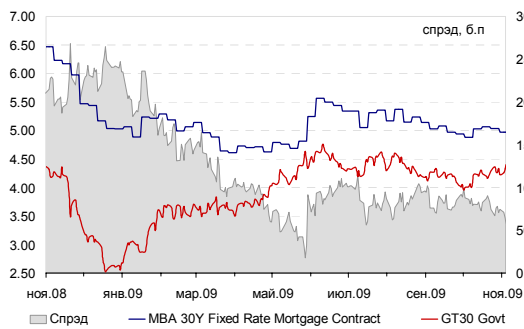
Динамика CDS глобальных банков



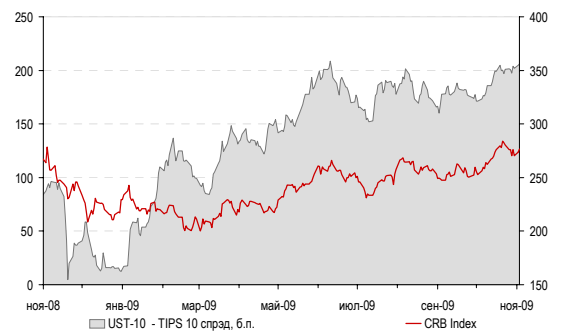
Динамика индексов iTRAXX



Долгосрочные UST и ставки по ипотеке, %



Инфляционные ожидания в США



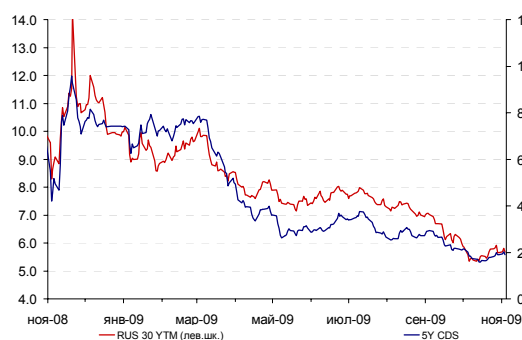
Источник: Bloomberg

Российские еврооблигации: итоги октября

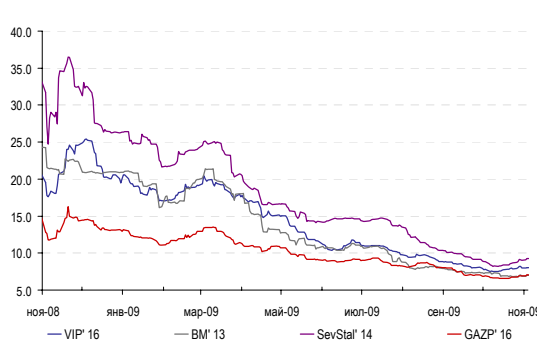
Октябрь стал первым с весны месяцем, когда российские корпоративные еврооблигации закрылись в минусе. Лучше рынка смотрелись суверенные еврооблигации: они начали октябрь со 109 % от номинала, взлетали до 114 % в первой половине месяца, а потом плавно скорректировались до 110-111 %.

Спрэд к UST-10 достиг во второй декаде психологической отметки 200 б. п., не взял ее и после начала этапа risk aversion стал расширяться до сентябрьских 260-270 б. п. После FOMC Minutes и миграции инвесторов из UST значение спреда вернулось к 215-220 б. п. CDS на российский суверенный риск отскочил от 170-175 б. п. и в последние дни колеблется около 190-195 б. п.

Россия: премия за суверенный риск



Россия: доходность корпоративных еврооблигаций



Источники: Bloomberg, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Рекомендации

Месяц назад мы писали о признаках достижения рынком еврооблигаций своего равновесного уровня. Коррекция конца октября в большей степени укрепила эти ощущения, поэтому торговые рекомендации ноября в основном базируются на отыгрыше потерянных ранее позиций. Мы считаем, что отсутствие явных признаков сворачивания программ стимулирования в США после заседания FOMC дает EM новую надежду на дальнейшее сужение спреда корпоративных выпусков. Таким образом, мы акцентируем свое внимание на наиболее перепроданных бумагах, которые должны показать рост «лучше рынка».

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	98.3	7.37	3.0	-2.90	71
VTB' 35	USD	1000	30.06.35	93.3	7.66	4.5	-5.09	109

Среди всей кривой ВТБ, которая находится на уровне 120-150 б.п. над кривой Сбербанка, два указанных бонда с оффертами в 2013 и 2015 гг. стоят особняком: они почти на 100 б.п. выше кривой ВТБ.

Источник: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

На первом месте в торговых идеях стоят инструменты металлургического сектора, пострадавшие больше всего. Затем следуют еврооблигации ВТБ, в особенности VTB' 18 и 35. С точки зрения relative value нам импонирует соотношение кредитных рисков и доходности НМТП. Мы находим небезынтересными длинные бумаги ТНК-ВР с точки зрения опережающего курсового роста, хотя при прочих равных в секторе мы предпочитаем еврооблигации Газпрома. Список наиболее рекомендуемых нами к покупке бумаг газовой монополии также приведен ниже.

Корпоративные еврооблигации, торговые идеи

Выпуск	Валюта	Валюта	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц	
							Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 14	USD	1250	31.07.14	105.5	6.74	3.8	-2.31	57
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	95.4	7.05	5.4	-2.38	44
GAZP' 18	USD	1100	11.04.18	104.4	7.43	6.0	-2.94	48
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	90.7	7.69	8.0	-3.50	44
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	92.4	7.97	11.1	-5.58	50
GAZprom' 14 торгуется с самой высокой премией к кривой Газпрома. Более длинные выпуски имеют спрэд в 150-175 б.п. к российской суверенной кривой. На наш взгляд, это избыточно.								
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	99.1	8.30	2.1	-1.41	66
Коррекция еврооблигаций Еврохим в конце октября 2009 г. выглядит чрезмерной. Доходность выросла на 66 б.п., в то время как по сопоставимым по дюрации бумагам МТС и Распадской рост доходности был в пределах 50 б.п., по ТНК-ВР - около 20 б.п., Транснефти - 30 б.п.								
Evrz' 13	USD	1300	24.04.13	97.0	9.92	2.9	-4.81	168
Evrz' 15	USD	750	10.11.15	97.1	8.89	4.6	-4.11	90
Evrz' 13 - самый перепроданный евробонд с дюрацией 3-4 года. Более длинный Evraz' 15 упал на 1 п.п. меньше.								
NovorosPort' 12	USD	300	17.05.12	98.7	7.56	2.2	-1.81	80
Кредитное качество в отличной форме. Имеет рейтинги лучше, чем у Вымпелкома/МТС, а торгуется с премией более 100 б.п.								
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	100.2	9.67	3.0	-3.37	110
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	100.1	9.23	3.6	-3.67	103
Еврооблигации металлургического сектора в ходе коррекции пострадали больше всего. Их доходности откатились к 9.50-10.0% годовых. Северсталь не исключение.								
TMK' 11	USD	600	29.07.11	101.1	9.27	1.5	-2.60	160
Самый перепроданный евробонд с дюрацией 1.5-2 года. Основной минус - не самая высокая ликвидность. В рынке чуть более \$100 млн.								
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	94.3	7.65	5.6	-4.11	74
TNK-BP' 18	USD	1100	13.03.18	99.3	7.98	5.9	-4.07	68
Длинные бумаги для диверсификации портфеля в сегменте "Нефть и газ". Одни из самых пострадавших.								
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	103.0	7.39	3.0	-2.00	65
Самый любопытный евробонд ВымпелКома с точки зрения relative value. 50 б.п.-ный спрэд к кривой.								

Источник: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Внутренний долговой рынок

Конец октября на рынке рублевого публичного долга можно охарактеризовать как стагнацию. Большую часть месяца на рынке господствовало ралли, подстегнутое двумя очередными этапами снижения ключевых процентных ставок. Однако неопределенность на внешних рынках и неясность действий регуляторов в мировом масштабе относительно программ стимулирования остудила пыл игроков и заставила их оценить новые экономические реалии и уже достигнутые уровни по доходностям.

Глобальная неопределенность разрешилась в пользу сохранения текущего статус-кво на рынках, купающихся в обильной ликвидности. В ближайшем будущем, как дал понять FOMC, стерилизовать ранее предоставленные стимулы резонанс нет, а значит глобальные вводные для рублевого рынка хорошие. Внутренние предпосылки тоже носят позитивную для рынков окраску. На наш взгляд, поводов для дальнейшего роста котировок все же больше, чем аргументов для углубления коррекции. В пользу продолжения ралли говорит комфортная ситуация с ликвидностью, явное намерение Банка России продолжить снижать ставки (мы ожидаем еще по крайней мере 2 этапа с результирующей ставкой 8.50 % на конец декабря) и стабильная обстановка на валютном рынке.

На наш взгляд, для локального рынка облигаций внутренние факторы поддержки все же имеют большее значение. Коррекция на внешних рынках опасна для российского внутреннего рынка облигаций только в том случае, если она приведет к новому значительному оттоку капитала. Но столь глубокая коррекция на внешних рынках может произойти, только если инвесторы полностью разубедятся в перспективах роста мировой экономики, что вызовет мощный эффект «бегства в качество». Такой сценарий развития ситуации, на наш взгляд, маловероятен. Более того, экономика Штатов и ключевых азиатских стран говорит об акселерации экономического роста.

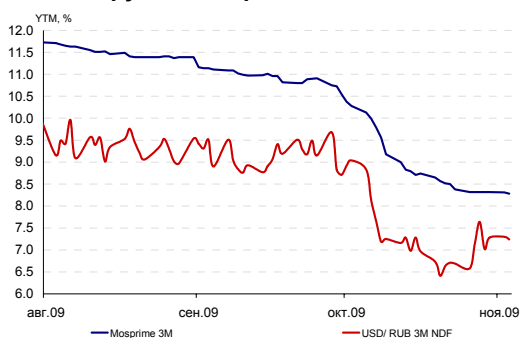
В октябре с большой очевидностью нарисовался и еще один фактор поддержки локального рынка облигаций, в большей части первичного – это активные действия государственной управляющей компании (ГУК) по вложению пенсионных накоплений в рамках расширенного инвестиционного

портфеля. Так, с начала ноября ВЭБ сможет инвестировать пенсионные накопления «молчунов» по новым правилам. На первом этапе ВЭБ готов вложить в новые для себя инструменты 85 млрд руб. Из них как минимум 10 млрд руб. к середине ноября будет размещено на депозитах в коммерческих банках, а остальное планируется потратить на покупку корпоративных облигаций в ходе первичных размещений.

Инвестиции ГУК, скорее всего, пойдут на покупку обязательств эмитентов с рейтингами инвестиционной категории, которых планируется в избытке (РЖД, ФСК ЕЭС, НОВАТЭК, РСХБ и др.).

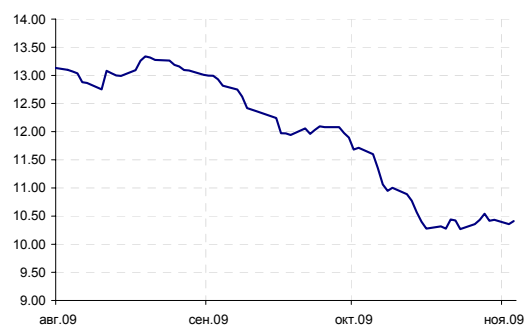
Таким образом, по нашему мнению, у российского рынка облигаций продолжится тренд на снижение доходностей вслед за снижающимися ставками рефинансирования. В этой связи мы ожидаем дальнейшее сокращение спредов корпоративных облигаций, наибольший ценовой рост из которых по понятным причинам покажут более длинные инструменты.

**MosPrime и стоимость хеджирования
рублевого риска, 3 мес., %**



Источник: Bloomberg

**Доходность корпоративных облигаций
blue chips, % (BMBI)**



Источники: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

Параллельно с этим сценарием мы обращаем отдельное внимание на ценовые несоответствия, которые могут принести выигрыш безотносительно общего движения рынка:

- Только что размещенные облигации Росбанка (2 выпуска) имеют купон 12 % годовых и 1.5-летнюю оферту, что, на наш взгляд, делает их одними из самых высокодоходных рублевых инструментов с инвестиционным рейтингом. Мы однозначно рекомендуем их к покупке.
- Спрэд 180 б. п. между Системой-2 и МТС-5 нам кажется избыточным более чем на 100 б. п.; к тому же абсолютная доходность в 12.6 % для облигаций, принимаемых в прямое РЕПО ЦБ РФ, нам видится очень хорошей.
- Наши рекомендации для покупок в сегменте «электроэнергетика» – недооцененные бумаги РусГидро (10.9 %), Кубаньэнерго (17.5 %) и МРСК Юга-2 (14.7 %), которые торгуются с высокой премией к инструментам «сестринских» Ленэнерго, Тюменьэнерго, МОЭК.
- В сегменте «металлургия» нам больше всего нравятся рублевые облигации Евраз (Сибметинвест 1,2), которые торгуются с доходностью 14.3 %, то есть с премией к кривой Мечела, хотя должно быть наоборот. Если исходить из спреда Северсталь БО1 – ОФЗ, то доходность бумаг Евраз должна быть как минимум на 125-150 б. п. ниже.
- Покупка Белон-2 (15.8 %) после официального объявления о покупке компанией «ММК» выглядит интересной с учетом того, что новый акционер угольной компании намеревается сейчас размещать облигации с 1-летней офертой с доходностью ниже 11 % годовых.

Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Рынок акций

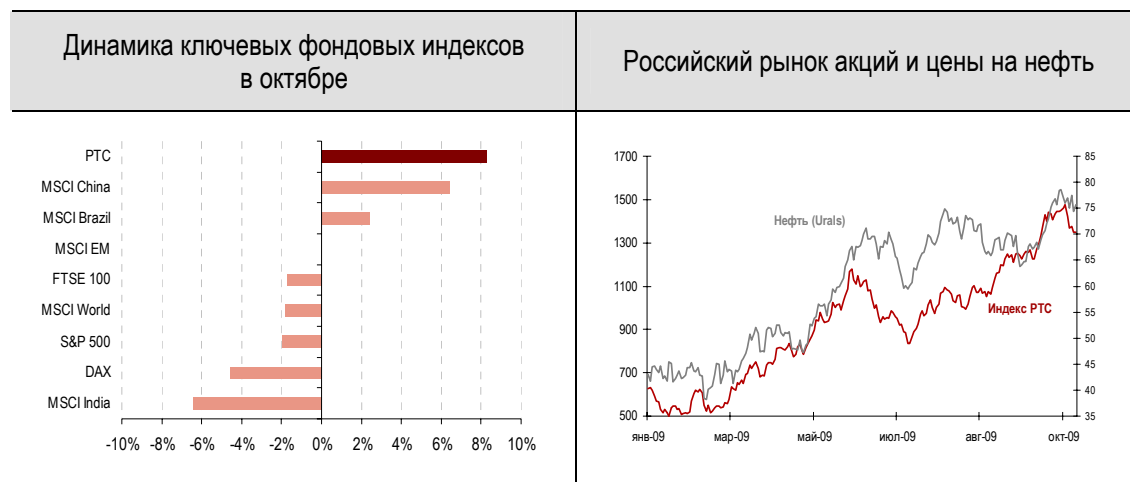
Коррекция все-таки пришла

Для российского рынка акций октябрь стал достаточно противоречивым месяцем. С одной стороны, впечатляющее ралли в начале октября помогло большинству отечественных бумаг обновить свои максимальные значения за год, с другой – месяц завершился коррекцией и ухудшением настроений как на российском рынке, так и на мировых фондовых площадках.

В октябре мы пересмотрели свои оценки целевой стоимости акций ВымпелКома, М.Видео, Полиметалла, ТМК, крупнейших российских банков, компаний нефтегазового сектора, начали покрытие электросетевых компаний, что в совокупности увеличило нашу оценку целевой стоимости индекса РТС с 1 200 до 1 700 пунктов. Эти действия во многом стали первыми шагами на пути более глобального пересмотра оценок по всем бумагам на фоне снижения ставок дисконтирования и увеличения прогнозного периода с конца 2009-го до конца 2010 г. По результатам этих пересмотров, по нашим предварительным подсчетам, целевая оценка индекса РТС на конец 2010 г. может составить около 1850-1900 пунктов.

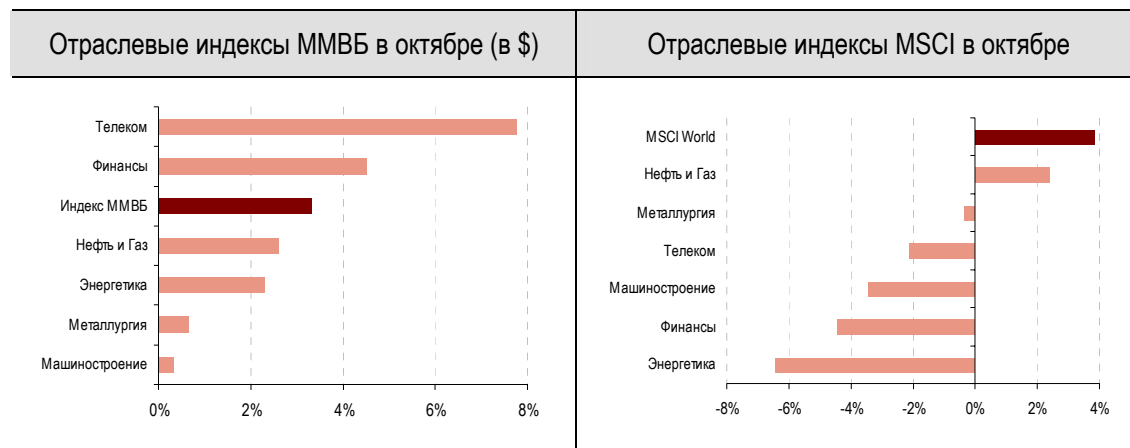
Мощное ралли, наблюдаемое на мировых фондовых площадках большую часть лета и половину осени, все больше провоцировало разговоры о необходимости коррекции, которая, наконец, пришла на рынок в октябре. Первая попытка скорректироваться в начале месяца, оказалась неудачной: хорошее начало сезона корпоративной отчетности за 3-й квартал с. г. в США быстро развеяло все тучи и привело рынок к новым максимумам в середине месяца. Впрочем, вторая попытка, начавшаяся во второй половине октября и проходящая под знаком опасений относительно того, что экономическая активность в мире вновь замедляется, все-таки вернула мировые фондовые рынки на уровни месячной давности.

Российский рынок при этом выглядел в целом лучше большинства развитых и развивающихся площадок, что объясняется главным образом весьма позитивными настроениями на рынке нефти, значительно улучшившимися благодаря прекращению тенденции к росту запасов нефтепродуктов в США и достижению некоторого прогресса в производственной дисциплине ОПЕК.



Источник: Bloomberg

В отраслевом разрезе последние недели выглядели достаточно ровными. Можно отметить разве что сильную динамику котировок акций российских банков (вопреки тенденциям на мировых рынках, где финансовый сектор в последние недели был в числе аутсайдеров) и слабость акций компаний черной металлургии на фоне тенденции к снижению цен на сталь на мировых рынках, отмеченной нами в предыдущей Стратегии. Тем не менее, в разрезе фактически всех основных отраслей динамика российского рынка в октябре оказалась лучше динамики мирового рынка в целом, за исключением нефтегазовой отрасли, где изменения сопоставимы.

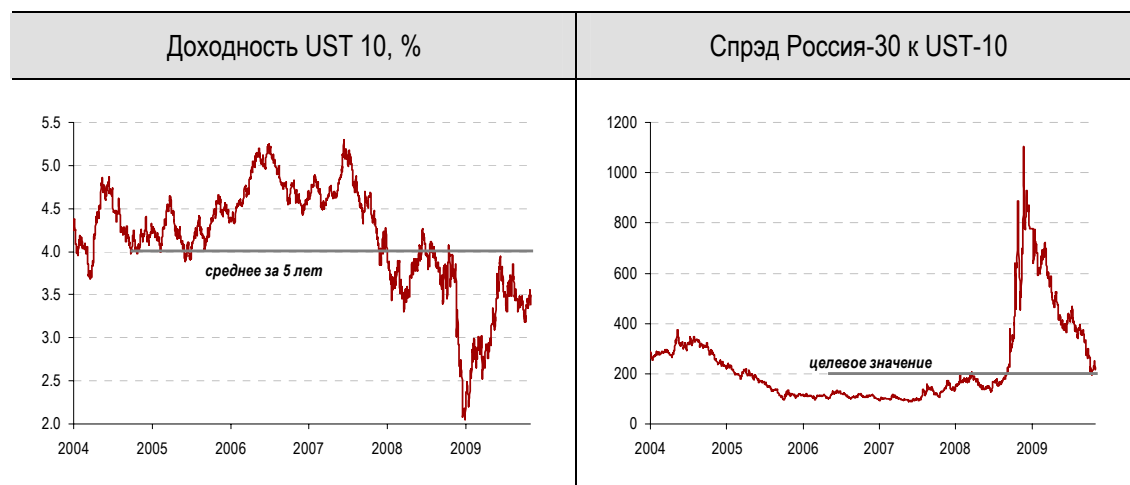


Источники: ММВБ, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Пересмотр рекомендаций

Расчет WACC

Тенденции к удешевлению стоимости заимствований, наблюдаемые на мировых кредитных рынках и рынке российского внешнего долга в последние месяцы, заставили нас задуматься о пересмотре безрисковой процентной ставки, используемой в наших расчетах средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Доходность американских 10-летних облигаций, среднее значение которых за последние 5 лет мы используем для расчета безрисковой процентной ставки, уверенно держится в районе 3.5 % годовых, а пятилетняя скользящая средняя приблизилась к 4 % (по сравнению с 4.4 % в начале года). На рынке суверенного российского долга в начале осени наблюдалось настоящее ралли, сделавшее нашу прошлую оценку целевого значения спреда между Россия-30 и UST-10 в 300 пунктов слишком консервативной (наш новый прогноз – 200 пунктов).



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Снижение доходности UST-10 и спреда для российского суверенного риска уменьшило нашу оценку безрисковой процентной ставки, используемой для расчета WACC, с 7.4 % до 6.0 %. Средневзвешенный (по капитализации) WACC для покрываемых нами компаний, таким образом, снизился с 14.3 % до 12.7 %, а минимальный WACC, используемый нами при расчетах целевой стоимости акций таких компаний, как Газпром и Роснефть, опустился с 12.9-13.0 % до 11.1 %.

Цены на нефть

Кроме того, мы пересмотрели в сторону повышения наши прогнозы цен на нефть на ближайшую перспективу. В частности, прогноз средней стоимости нефти марки Urals в 2010 г. увеличен с \$ 65 до \$ 77.6 за баррель, что в совокупности с пересмотром наших финансовых прогнозов по банковскому сектору привело к увеличению ожидаемой нами чистой прибыли крупнейших российских компаний в 2010 г. на 41 %.

Прогнозный период

Текущий год уже приближается к концу, и мы считаем целесообразным представлять инвесторам целевую стоимость покрываемых нами бумаг и индекса РТС на конец 2010 г., а не на конец 2009 г., что также увеличивает оценки целевой стоимости большинства компаний.

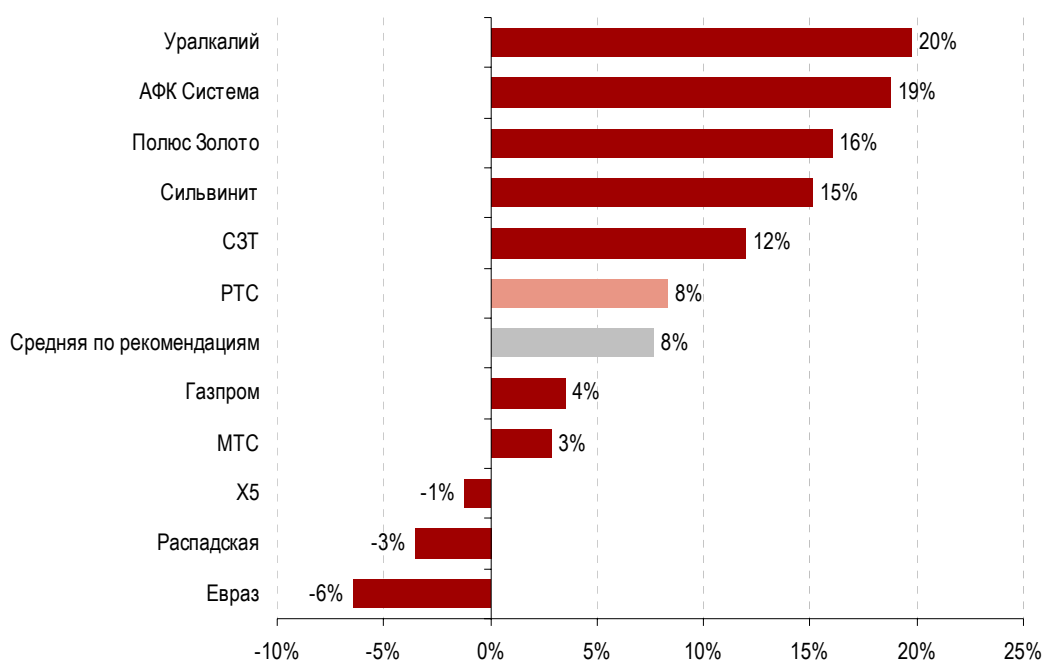
Индекс РТС

В результате пересмотра целевой стоимости акций банков, компаний нефтегазового сектора, начала покрытия ФСК и Холдинга МРСК и изменения прогнозного периода наша оценка целевого значения индекса РТС была повышена с 1 200 пунктов на конец 2009 г. до приблизительно 1 700 пунктов на конец 2010 г. Это пока не окончательная оценка, так как новые WACC и прогнозные периоды сейчас распространяются только на компании нефтегазового сектора, банки, машиностроение и электросетевые компании (впрочем, на них в совокупности приходится почти 75 % индекса РТС). С распространением новых WACC и прогнозных периодов на остальные сектора – металлургию, потребительский сектор, телекомы, энергогенерацию, – по нашим предварительным оценкам, целевое значение индекса может увеличиться до приблизительно 1 850-1900 пунктов.

Ключевые рекомендации

Из 10 бумаг, которые мы выделяли в качестве лучших идей в «голубых фишках» и втором эшелоне месяц назад, 5 акций смогли обогнать индекс РТС, а остальные 5 оказались хуже рынка. Средняя доходность наших рекомендаций по итогам месяца близка к доходности индекса РТС и составляет около 8 % в долларовом выражении.

Динамика ключевых рекомендаций за октябрь (в %)



Источник: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы вносим в список наших ключевых рекомендаций три изменения. Вместо бумаг Уралкалия, Полюса и СЗТ, продемонстрировавших неплохую динамику в предыдущем месяце, мы рекомендуем обратить внимание на акции НОВАТЭКа, ЛУКОЙЛа и ФСК. Поддержку первым двум оказывают высокие цены на нефть, а третьей – скорый переход отрасли на RAB-регулирование.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

Мы повысили свои прогнозы цен на нефть в среднесрочном периоде, что существенно улучшило наше отношение к большинству бумаг нефтегазового сектора. Нашими фаворитами остаются акции Газпрома и НОВАТЭКа. Среди непосредственно нефтяных компаний мы выделяем бумаги ЛУКОЙЛа.

Металлургия

Угроза увеличения экспорта стали из Китая дала о себе знать. За октябрь стоимость металлопродукции на мировых рынках снизилась примерно на 10 %, что в совокупности с укреплением рубля нанесло ощутимый ущерб российским металлургам. Мы не видим заметных отраслевых драйверов для роста или падения бумаг сектора на ближайший месяц. В этих условиях оценка металлургических компаний рынком, вероятно, будет определяться ожиданиями относительно скорости восстановления мировой экономики в целом.

Электроэнергетика

В ноябре мы отдаем предпочтение электросетевым компаниям. Среди ожидаемых событий в секторе электросетевых компаний в ноябре можно выделить публикацию оценки регуляторной базы распределительных компаний, необходимой для перехода на новое RAB-регулирование. Наши оценки iRAB базировались на коэффициенте пересчета, равном 1.8 (отношение iRAB к балансовой стоимости основных средств), в то время как предварительно озвученные Холдингом МРСК цифры предполагают среднее значение коэффициента выше 2.

Банки

Банковский сектор начал посылать первые позитивные сигналы. Сентябрьская статистика фиксирует снижение просроченной задолженности, а ряд банков существенно распускает резервы. Исключая влияние укрепления курса рубля, мы также фиксируем рост кредитного портфеля банков. Эти тенденции заставили нас пересмотреть взгляд на динамику кредитного портфеля, резервов и просроченной задолженности ВТБ и Сбербанка. Мы повысили целевые уровни по Сбербанку с \$ 1.3 до \$ 3.0 (рекомендация – «покупать») и ВТБ с \$ 2.3 до \$ 3.9 (рекомендация – «держат»).

Телекоммуникации

Ключевыми событиями сектора в октябре стали сделки M&A в сегменте мобильной связи и одобрение стратегии реорганизации Связьинвеста Советом директоров компании. Нашими фаворитами в секторе остаются локальные акции МТС и Системы, а среди МРК – акции СЗТ и ВолгаТелекома.

Потребительский сектор

Динамика сопоставимых продаж в 3-м квартале текущего года оказалась хуже, чем в предыдущем квартале. При этом основной причиной сокращения темпов роста LFL-продаж стало более существенное замедление темпов роста среднего чека, в то время как ситуация с трафиком улучшилась. Напомним, что почти все сети в этом году, и особенно во 2-м и 3-м кварталах, усилили свою промоактивность, значительно снизив цены на часть ассортимента, что и привело к снижению среднего чека, но стимулировало трафик.

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

Индекс РТС

Пересмотрев прогноз цены на нефть, а также размер ставки дисконтирования, мы повысили целевое значение индекса РТС с 1 200 пунктов на конец 2009 г. до 1 750 пунктов на конец 2010 г., что соответствует примерно 25%-ному потенциалу роста с текущих уровней.

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2010г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	ФСК	0.01	0.02	90%	покупать
2	Газпром	6.01	8.91	48%	покупать
3	МТС-локальные	6.73	9.76	45%	покупать
4	Лукойл	56.98	82.5	45%	покупать
5	Сбербанк	2.23	3.10	39%	покупать
6	Евраз	25.50	35.18	38%	покупать
7	РусГидро	0.035	0.047	36%	покупать
8	Роснефть	7.70	8.77	14%	держать
9	Сургутнефтегаз	0.86	0.98	14%	держать
10	Уралкалий	4.51	5.02	11%	держать
11	Вымпелком	19.52	21.7	11%	держать
12	Газпромнефть	5.00	5.25	5%	держать
13	ВТБ	4.00	4.10	2%	продавать
14	МТС-ADR	47.9	48.8	2%	держать
15	Полюс Золото	57.5	53.1	-8%	продавать
16	Норильский никель	134.1	112.4	-16%	покупать
18	Татнефть	4.46	3.41	-24%	продавать
Ликвидный второй эшелон					
1	Новатэк	4.88	9.2	89%	покупать
2	СЗТ	0.435	0.77	78%	покупать
3	Система-локальные	0.53	0.80	51%	покупать
4	МРСК Холдинг	0.116	0.17	47%	покупать
5	Распадская	4.17	5.9	42%	покупать
6	Волгателеком	2.10	2.90	38%	покупать
7	Х5	25.00	33.79	35%	покупать
8	Аэрофлот	1.41	1.70	21%	держать
9	Верофарм	26.00	31.1	20%	держать
10	Северсталь	7.53	8.27	10%	держать
11	Полиметалл	8.94	9.79	10%	держать
12	Система-GDR	14.70	16.0	9%	держать
13	ММК	0.76	0.78	3%	держать
14	Автоваз	0.53	0.53	-1%	продавать
15	Магнит	59.85	59.4	-1%	продавать
16	ОГК-4	0.053	0.049	-7%	продавать
17	Дикси	6.51	6.00	-8%	продавать
18	Сибирьтелеком	0.035	0.031	-10%	продавать
19	КАМАЗ	2.15	1.91	-11%	продавать
20	ТМК	18.72	16.08	-14%	продавать
21	НЛМК	2.64	2.22	-16%	продавать
22	Мечел	20.01	16.7	-17%	продавать
23	ОГК-3	0.05	0.039	-18%	продавать
24	ОГК-6	0.026	0.019	-27%	продавать
25	ОГК-5	0.075	0.054	-28%	продавать
26	Акрон	30.03	20.8	-31%	покупать
27	ОГК-2	0.030	0.02	-33%	продавать
28	ОГК-1	0.024	0.015	-37%	продавать
29	УРСИ	0.0232	0.0144	-38%	продавать

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Пересмотр рекомендаций с момента выхода предыдущей стратегии

Компания	Старый таргет, \$	Новый таргет, \$	Рекомендация	Причина пересмотра
Вымпелком	12.5	21.7	держать	Повышение прогнозов финансовых показателей, пересмотр WACC
М. Видео	4.55	4.4	держать	Пересмотр темпов роста продаж
Полиметалл	7.41	9.79	держать	Повышение прогнозных цен на золото и серебро, консолидация новых активов, отчетность за 1 пол. с.г.
ТМК	1.83	4.02	продавать	Отчетность за 1 пол. с.г, пересмотр WACC, изменение прогнозного периода
Газпром	7.44	8.91	покупать	Повышение прогнозных цен на нефть, пересмотр WACC, изменение прогнозного периода
НоваТЭК	5.05	9.20	покупать	
ЛУКОЙЛ	54.00	82.54	покупать	
Роснефть	5.76	8.77	держать	
Сургутнефтегаз	0.91	0.98	держать	
ТНК-ВР	0.90	1.88	держать	
Газпром нефть	4.08	5.25	держать	
Татнефть	2.97	3.41	продавать	
Сбербанк	1.32	3.10	покупать	Пересмотр WACC, динамики кредитного портфеля, просроченной задолженности
ВТБ	2.30	4.10	держать	
ФСК	н/д	0.02	покупать	Начало покрытия
Холдинг МРСК	н/д	0.17	покупать	
МОЭСК	н/д	0.055	покупать	
Ленэнерго	н/д	1.1	держать	
МРСК Центра	н/д	0.023	продавать	
МРСК Сев. Кавказа	н/д	5.44	покупать	
МРСК ЦП	н/д	0.0088	покупать	
МРСК Сибири	н/д	0.0087	держать	
МРСК Урала	н/д	0.010	держать	
МРСК Волги	н/д	0.0061	покупать	
МРСК Юга	н/д	0.007	держать	
МРСК Сев. Запада	н/д	0.011	покупать	
АвтоВАЗ	0.45	0.530	держать	
Sollers	17.00	19.9	покупать	
КАМАЗ	1.63	1.91	продавать	
Аэрофлот	1.43	1.70	держать	
НМТП	10.10	11.70	держать	
Седьмой континент	10.50	Отзыв рекомендации		Отсутствие отчетности за 2008 г.

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи. Голубые фишки

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
ФСК	FEES	электроэнергетика	0.011	0.02	90%	Нашим фаворитом среди электроэнергетических компаний является бумага ФСК ЕЭС, которые вместе с высоким потенциалом роста являются наиболее ликвидной бумагой среди акций компаний сектора. Компания является наиболее вероятным кандидатом для перехода уже в 2010 г на RAB-регулирование, что является основной движимой силой котировок сетевых компаний.
Газпром	GAZP	нефть и газ	6.01	8.91	48%	Значительным драйвером для котировок компании является существенное снижение объемов импортируемого газа из Средней Азии, восстановление собственной добычи газа в осенне-зимний период и продолжающееся укрепление рубля.
МТС	MTSS	мобильная связь	6.73	9.76	45%	Приобретение контрольного пакета акций Комстара позволит МТС выйти на быстрорастущий рынок ШПД, а также реализовать синергию в размере около \$ 200 млн. Кроме того, на данный момент МТС внедряет новую программу по повышению эффективности, которая предполагает достижение экономий в сфере закупок оборудования, оптимизацию количества персонала, снижение количества колл-центров, в том числе из-за объединения с Комстаром, и другое. Эффект от повышения эффективности составит около \$ 300 млн.
ЛУКОЙЛ	LKOH	нефть и газ	57.0	82.5	45%	Нефтепереработка в России, как наиболее сильная сторона Лукойла, является ключевым бенефициаром роста цены на нефть. Значительная модернизация текущих производств будет и дальше удерживать стоимость корзины нефтепродуктов, производимых Лукойлом выше среднего по стране благодаря выходу в строй новых мощностей по вторичной переработке.
Евраз	EVR.L	металлургия	25.50	35.18	38%	Евраз обладает достаточно высоким уровнем левереджа. В случае если цены на сырьевые товары пойдут вверх, акции компании будут расти быстрее, чем бумаги ее конкурентов. В то же время глобальное присутствие и высокая рентабельность снижают риски Евраз в случае, если дела пойдут не столь гладко.

Лучшие идеи. Второй эшелон

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
НоватЭК	NVTK	нефть и газ	4.88	9.20	89%	Компания значительно выигрывает от существенного укрепления рубля и снижения удельных затрат и имеет значительный потенциал роста добычи углеводородов.
АФК "Система"	SSI	телекоммуникации	0.53	0.80	51%	Высокий левередж позволит акциям Системы расти быстрее рынка в случае дальнейшего снижения рисков и повышения оценки российских акций. Кроме того, компания в 2009 г. сделала ценное приобретение, купив контрольные пакеты акций компаний башкирского ТЭКа "на дне" рынка.
Распадская	RASP	угольная промышленность	4.17	5.90	41%	Коксующийся уголь - вновь в остром дефиците на внутреннем рынке. В этих условиях бумага Распадской, которой к тому же за время кризиса удалось значительно сократить свои издержки, - неплохой объект для инвестиций.
Сильвинит	SILV	минудобрения	679	934	38%	Сильвинит, на наш взгляд, по-прежнему выглядит самой дешевой компаний в секторе калийных удобрений в мировом масштабе. При этом сам сектор, благодаря сильным переговорным позициям производителей, имеет все шансы стать одним из главных бенефициаров роста цен на продовольствие.
X5	FIVE	ритейл	25	33.79	35%	Около 70 % продаж компании приходится на форматы "дискаунтер" и "гипермаркет", которые в текущей ситуации становятся более привлекательными. Мы смотрим на X5 как на консолидатора сектора розничной торговли, поэтому новости о сделках M&A могут стать драйвером роста акций компании.

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

Нефть и газ

Переоценка сектора повышает привлекательность газовых компаний

В октябре средняя цена на нефть Urals выросла на 8.1 % и составила \$ 72.4 за баррель (в сентябре средняя цена была \$ 67.1), котировки российских нефтяных и газовых компаний увеличились примерно на такую же величину за период.

Мы провели переоценку всего сектора, изменив наш прогноз по ценам на нефть, WACC, а также пересмотрели прогнозы по добыче и экспорту ряда компаний. В результате переоценки у нас определилась группа явных лидеров – представители газового сектора. Мы продолжаем нейтрально оценивать перспективы всех нефтяных компаний, за исключением ЛУКОЙЛа.

Наше предпочтение ЛУКОЙЛа остальным нефтяным компаниям базируется на ряде предпосылок: ЛУКОЙЛ менее всего проигрывает от укрепления рубля среди других компаний; он менее всех подвержен негативным влияниям повышения транспортных затрат и потенциальной унификации экспортных пошлин на нефтепродукты; значительные инвестиции ЛУКОЙЛа в модернизацию отечественной переработки прошлых лет начинают давать ощутимую отдачу.

В качестве фаворитов в нефтегазовом секторе мы выделяем акции НОВАТЭКа, Газпрома и ЛУКОЙЛа.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Газпром	GAZP	6.01	141 956	4.8	1.9	4.0	8.91	48%	покупать
Лукойл	LKOH	56.98	48 245	6.1	0.7	4.0	82.54	45%	покупать
Роснефть	ROSN	7.70	73 945	10.7	1.9	6.3	8.77	14%	держать
ТНК-ВР	tnbp	1.85	27 669	6.0	0.9	3.8	1.89	3%	держать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.86	30 811	6.0	0.6	2.3	0.98	14%	держать
Газпром нефть	SIBN	5.00	23 728	5.8	1.2	4.3	5.25	5%	держать
Татнефть	TATN	4.46	9 280	9.7	0.9	5.3	3.41	-24%	продавать
НОВАТЭК	NVTK	4.88	14 781	18.9	5.3	12.7	9.20	89%	покупать
Транснефть п.	TRNFP	806.49	5 351	1.4	1.1	1.7	589.00	-27%	продавать
БК Евразия	EDCLq.L	17.50	2 377	34.2	1.7	12.3	12.36	-29%	продавать
C.A.T. oil	O2C	11.32	553	70.1	2.0	12.7	6.00	-47%	продавать
Интегра	INTEq.L	3.32	475	neg	1.0	8.3	1.95	-41%	продавать

Источники: PTC, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Переоценка компаний нефтегазового сектора

Мы повысили наш прогноз цен на нефть исходя из ряда фундаментальных предпосылок. Первый фактор – это появление первых признаков восстановления экономики и, как следствие, возможного роста спроса на нефть в развитых странах. Второй фактор повышения – по-прежнему имеющие место опасения инвесторов относительно надежности доллара и «бегство» капитала в защищенные от ослабления курса активы, в том числе и нефть. Тем не менее, рост цен в средне- и долгосрочной перспективе будет ограничен наличием значительных свободных мощностей у ОПЕК и медленным восстановлением экономик развитых стран.

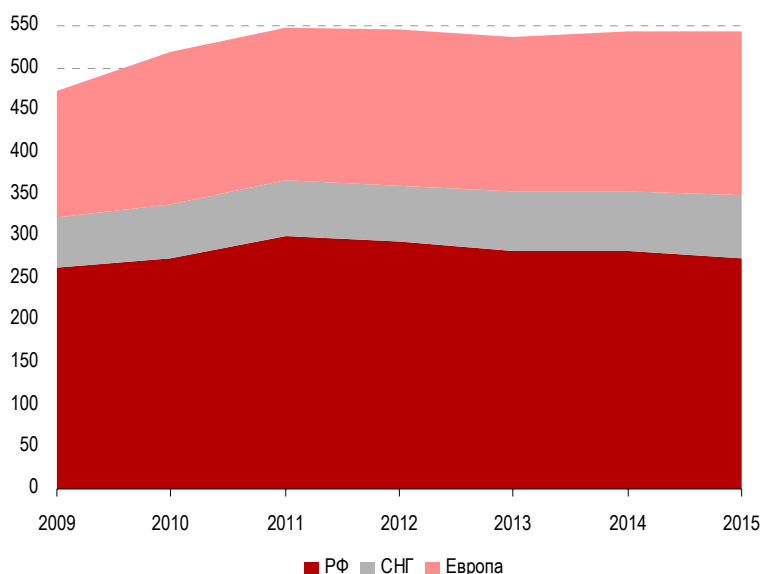
Общее улучшение ситуации в экономике РФ и на мировых кредитных рынках снизило стоимость капитала для отечественных компаний. Мы также пересмотрели WACC для всех компаний сектора и учли новые значения в своих моделях.

Мы более оптимистично смотрим на развитие газового рынка в России. Номинальный рост цен на газ в сочетании с укреплением рубля позволит газовым компаниям обогнать нефтяные по темпам роста выручки в среднесрочной перспективе (учитывая наш новый прогноз роста цен на нефть). Более медленный рост затрат в долларовом выражении делает газовый сектор более привлекательным по сравнению с нефтяными компаниями.

Несмотря на то что мы скорректировали в сторону понижения объема добычи газа для Газпрома и в определенной степени для НОВАТЭКа, рост финансовых результатов этих компаний всего лишь немного замедлится. Мы также снизили наши прогнозы по объемам экспорта Газпрома в дальнее и ближнее зарубежье в связи со слабыми перспективами восстановления спроса в странах Западной и Восточной Европы и СНГ. Тем не менее, учитывая пропорциональное снижение импорта газа Газпромом, доходы компании пострадают в меньшей степени. Газпром фактически сокращает объем импорта на уровень, эквивалентный объему снижения экспорта в страны СНГ, теряя лишь на операциях по

перепродаже, которые генерировали отрицательную либо близкую к нулю маржу.

Прогноз продаж газа Газпромом, млрд куб. м



Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В нефтяном секторе переоценка наших моделей привела к заметному повышению целевых уровней по акциям компаний, за исключением Сургутнефтегаза и Татнефти. Модель DCF Сургутнефтегаза слабо чувствительна к изменению как цен на нефть, так и производственных показателей, учитывая значительную долю денежных средств на балансе компании. Целевой уровень по акциям Татнефти был повышен не значительно. Мы повысили сумму капитальных затрат по сравнению с нашим предыдущим прогнозом и пересмотрели в сторону снижения стоимости корзины выпускаемых нефтепродуктов (за счет роста доли мазута). В итоге это привело к частичной нейтрализации положительного эффекта от переоценки связанной с повышением цен на нефть и снижением WACC по компании.

Изменение целевых уровней

компания	целевые уровни, \$		
	старый	новый	изменение
НОВАТЭК	5.05	9.20	82%
Газпром	7.44	8.91	20%
Лукойл	54.00	82.54	53%
Роснефть	5.76	8.77	52%
Сургутнефтегаз	0.91	0.98	7%
ТНК-ВР	0.90	1.89	111%
Газпром нефть	4.08	5.25	29%
Татнефть	2.97	3.41	15%

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Введение моратория по унификации экспортных пошлин на нефтепродукты

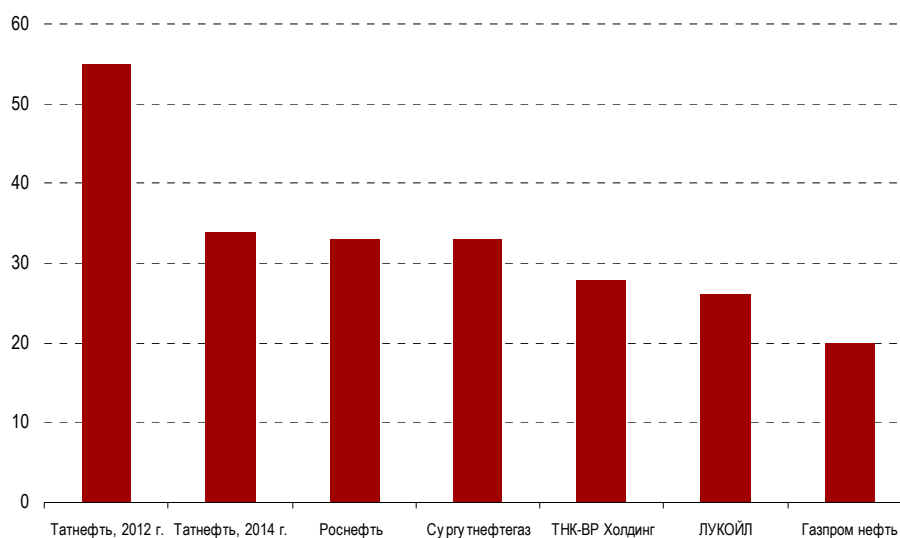
В настоящее время Правительство рассматривает предложение Роснефти и Татнефти относительно возможности введения моратория на унификацию пошлин для строящихся проектов, спонсором которых они выступают. Дифференциация экспортных пошлин, одобренная в марте 2005 г., привела к значительным дисбалансам в структуре экспорта нефтепродуктов. Существенное расхождение между экспортными пошлинами на нефть и мазут при одновременном значительном росте цен на нефть привело к парадоксальному факту выгоды экспорта мазута по сравнению с нефтью. Этим воспользовались многие нефтяные компании, загрузившие первичную переработку по максимуму. В сочетании с незначительным внутренним потреблением экспорт мазута взлетел до рекордных уровней.

Правительство пытается исправить сложившуюся ситуацию путем некоторого снижения

привлекательности простой переработки и одновременно улучшением перспектив вторичной переработки. В этих целях государство введет унифицированную пошлину на экспорт светлых и темных нефтепродуктов, что в теории должно повысить привлекательность экспорта светлых и снизить привлекательность экспорта темных нефтепродуктов. Снижение привлекательности экспорта темных нефтепродуктов в первую очередь отразится на компаниях с повышенным выпуском мазута по отношению к общей переработке нефти.

Мы высоко оцениваем вероятность принятия предложенных компаниями поправок по унификации пошлин и, как результат, более оптимистично смотрим на перспективы строящихся и реконструируемых объектов, таких как ТАНЕКО (Татнефть), Туапсинский НПЗ (Роснефть) Киришский НПЗ (Роснефть). Экспортная нацеленность этих проектов и значительный выход мазута при факте унификации экспортных пошлин приведет к резкому снижению привлекательности операций по переработке нефти и экспорту корзины нефтепродуктов и может привести к снижению переработки нефти.

Доля выпуска мазута в общем объеме переработки, %



Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

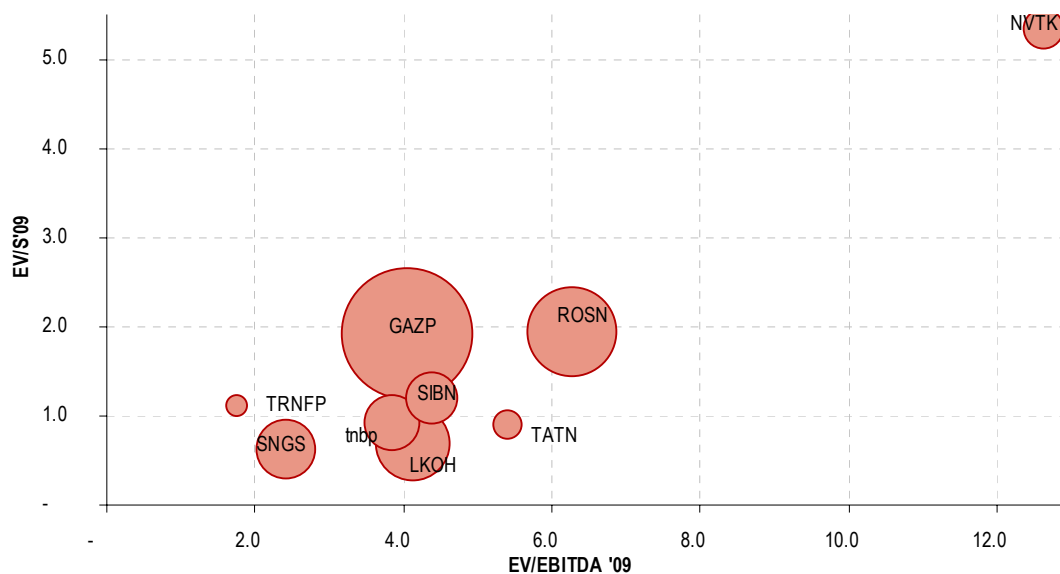
Нашими фаворитами в настоящий момент являются три компании: НОВАТЭК, Газпром и ЛУКОЙЛ.

НОВАТЭК. Компания значительно выигрывает от существенного укрепления рубля и снижения удельных затрат и имеет значительный потенциал повышения добычи углеводородов.

Газпром. Значительным положительным потенциалом для котировок компании является существенное снижение объемов импортируемого газа из Средней Азии, восстановление собственной добычи газа в осенне-зимний период и продолжающееся укрепление рубля.

ЛУКОЙЛ. Нефтепереработка в России как наиболее сильная сторона ЛУКОЙЛа является ключевым бенефициаром роста цены на нефть. Существенная модернизация текущих производств будет и дальше удерживать стоимость корзины нефтепродуктов, производимых ЛУКОЙЛом, выше среднего по стране благодаря выходу в строй новых мощностей по вторичной переработке.

Оценка компаний сектора



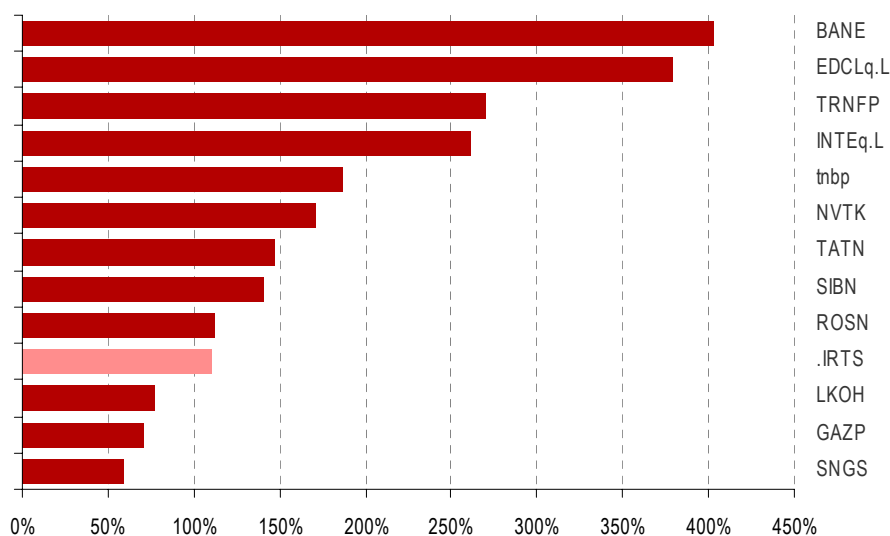
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

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
Газпром	141 472	94 545	123 670	62 486	44 364	56 658	29 868	29 688	36 720
Лукойл	107 680	85 044	107 285	16 667	14 192	19 392	9 144	7 933	11 849
Роснефть	68 991	48 649	65 896	16 988	14 911	20 286	11 120	6 915	11 089
ТНК-ВР	45 128	32 465	43 112	9 513	7 698	9 409	6 384	4 589	5 695
Сургутнефтегаз	39 795	26 192	32 982	7 436	6 627	7 529	5 087	5 101	5 672
Газпром нефть	33 075	23 610	31 737	7 558	6 393	7 979	4 658	4 090	5 193
Татнефть	17 863	12 194	14 956	1 783	1 995	2 055	338	956	870
НОВАТЭК	3 178	2 959	4 663	1 471	1 247	2 065	921	781	1 468
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	286	316	69	46	56	4	8	17
Интегра	1 446	866	992	111	103	125	- 263	- 111	- 26

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Газпром



НОВАТЭК



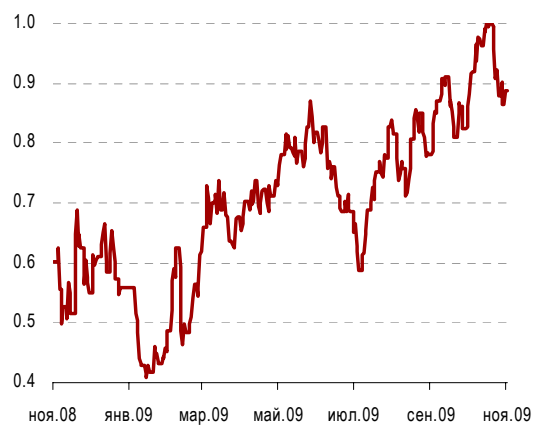
Роснефть



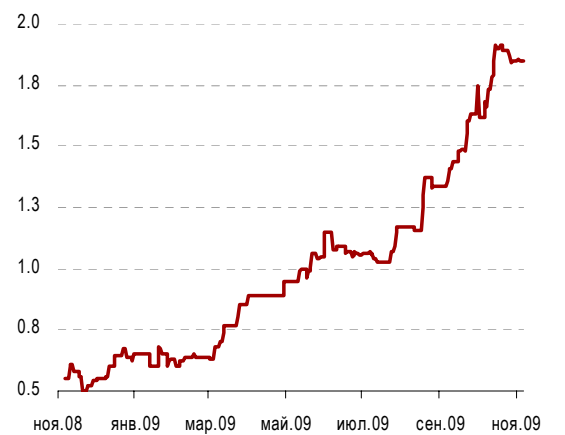
ЛУКОЙЛ



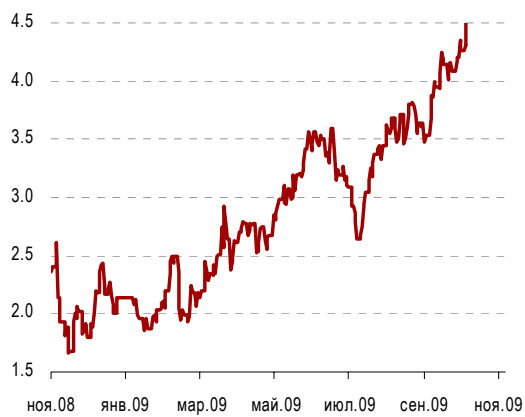
Сургутнефтегаз



ТНК-ВР



Газпром нефть



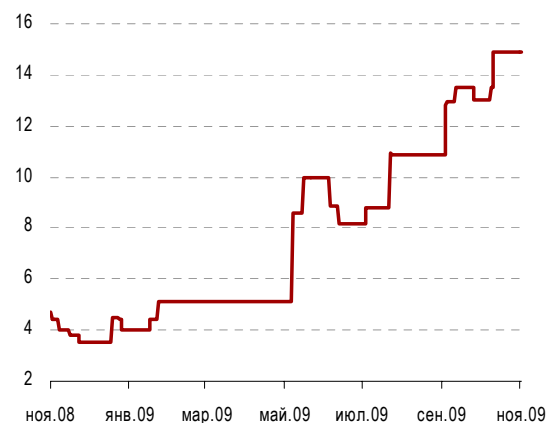
Татнефть



CAT OIL AG



Башнефть



Интегра



Eurasia Drilling



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

Металлургия

Стало хуже, но стабильнее

В октябре ситуация на рынке стали по сравнению с предыдущим месяцем ухудшилась: возросшее предложение китайского проката оказало негативное влияние на цены металлопродукции на основных рынках. Дополнительным негативом для российских металлургов стало дальнейшее укрепление рубля, которое неизбежно ведет к увеличению издержек, в основном номинированных в российской валюте. В текущем месяце мы не видим краткосрочных драйверов роста акций металлургов – цены на сталь, на наш взгляд, не претерпят существенных изменений, а значительное улучшение ожиданий относительно быстрого выхода мировой экономики из кризиса маловероятно.

		Цена \$	ICap млн.!	P/E 09	EV/S 09	//EBITDA	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Evraz	EVR	25.50	10 581	отр	1.7	13.4	35.18	38%	покупать
НЛМК	NLMK	2.64	15 818	21.5	2.9	10.5	2.22	-16%	продавать
Северсталь	CHMF	7.53	7 592	отр	1.3	18.1	8.27	10%	держать
Мечел	MTLR	20.01	8 330	отр	2.9	20.2	16.70	-17%	продавать
ММК	MAGN	0.76	8 479	отр	2.1	10.7	0.78	3%	держать
ТМК	TRMK	18.72	4 052	отр	2.2	21.2	16.08	-14%	продавать
Распадская	RASP	4.17	3 253	35.7	7.6	14.1	5.90	42%	покупать
Белон	BELO	0.62	714	отр	2.2	10.8			
Норильский Никель	GMKN	134.10	25 563	16.8	3.1	8.7	112.40	-16%	продавать
Полюс Золото	PLZL	57.48	10 239	23.4	7.4	13.2	53.10	-8%	продавать
Полиметалл	PMTL	8.94	3 109	31.4	6.1	13.5	9.79	10%	держать
ВСМПО	VSMO	70.97	818	14.1	1.6	6.4	109.10	54%	покупать
ЧЦЗ	CHZN	3.00	163	отр	0.7	10.2	-		

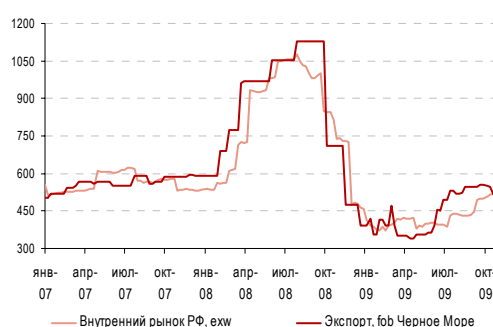
Основные тенденции

В октябре цены на металлопродукцию продемонстрировали снижение. Так, экспортные котировки на горячекатаный прокат в портах Черного моря с конца сентября снизились на 10 % до уровня \$ 500-510 за тонну, цены на полуфабрикаты также потеряли 10 %, опустившись ниже \$ 400 за тонну. На внутреннем рынке рублевые цены оставались на неизменном уровне, а долларовые незначительно увеличивались за счет снижения обменного курса к рублю.

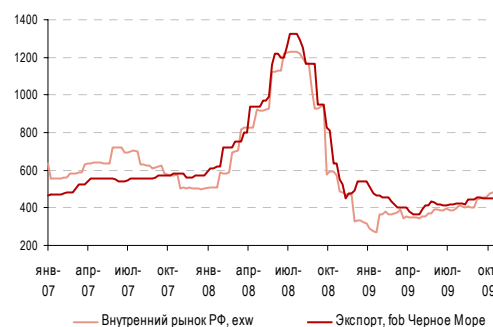
В целом ситуация на мировых рынках металлопродукции в октябре ухудшилась. Как мы и предполагали ранее, предложение проката из Китая, где котировки находятся на уровне середины мая с.г., значительно возросло. Вследствие этого российским металлургам приходится снижать свои отпускные цены, чтобы конкурировать с дешевой сталью из Поднебесной.

Дополнительным негативом для российских металлургов является дальнейшее укрепление рубля относительно доллара (в октябре курс российской валюты укрепился еще на 4 %), что неизбежно ведет к увеличению издержек, в основном номинированных в рублях.

Цены на г/к лист, \$/т



Цены на арматуру, \$/т

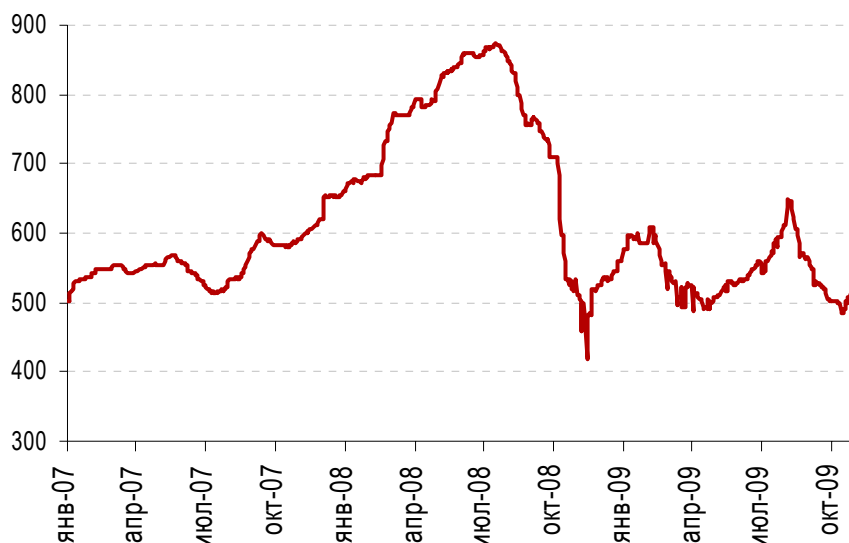


Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В ноябре цены на металлопродукцию продолжают «нащупывать» свое дно. Мы не исключаем возможности дальнейшего незначительного снижения экспортных котировок в пределах 5 %,

однако существенное изменение цен маловероятно. На данный момент цены в Китае близки к своим минимальным уровням, и их дальнейшее снижение приведет только к очередному закрытию мощностей и сокращению предложения продукции на рынке – это станет поддерживающим фактором для цен на металлопрокат.

Цены на г/к лист в Китае, \$/т



Источники: Antaika, Bloomberg

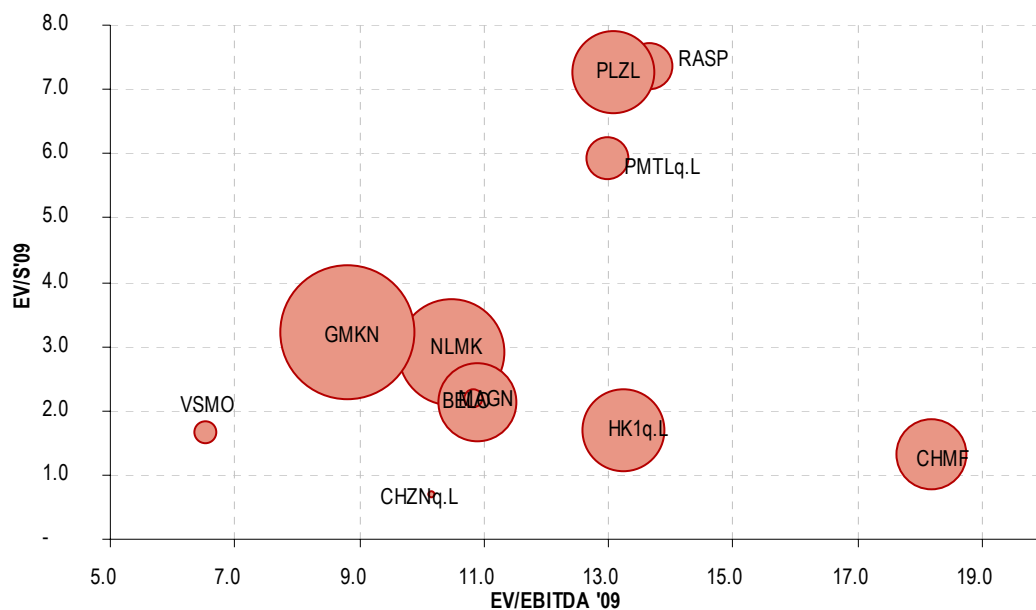
С учетом вышесказанного, мы не видим существенных отраслевых драйверов роста или снижения для большинства бумаг сектора в ближайшем месяце.

Ключевые рекомендации

Большинство акций металлургического сектора, на наш взгляд, близки к своим справедливым значениям. При этом мы не видим в текущем месяце краткосрочных драйверов для роста бумаг российских металлургов. Динамика стоимости акций металлургического сектора будет зависеть от ожиданий инвесторов относительно скорости восстановления мировой экономики: чем больше будет поступать сигналов о быстром выходе из кризиса, тем лучше будет отношение инвесторов к российским металлургам.

На текущий момент мы сохраняем позитивное отношение к акциям **Евраз**, **Распадской** и **ВСМПО-Ависма** – крупнейшему в мире производителю титана, акции которого продолжают торговаться с существенным дисконтом к компаниям-аналогам.

Оценка компаний сектора



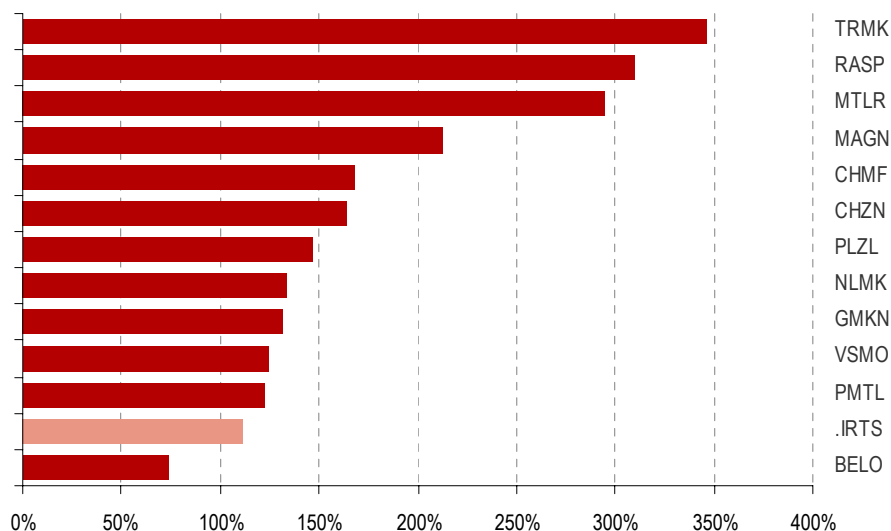
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008	2009 П	2010 П	2008	2009 П	2010 П	2008	2009 П	2010 П
Евраз Групп	20 380	10 746	13 593	6 323	1 364	2 025	1 868	- 1 489	- 232
НЛМК	11 699	5 723	7 896	4 688	1 582	2 953	2 278	- 737	- 1 698
Северсталь	22 393	9 509	13 043	5 280	690	1 733	2 034	- 882	- 64
Мечел	9 951	4 592	6 948	3 020	655	1 605	1 141	- 279	- 537
ММК	10 550	4 442	7 754	2 119	859	1 664	1 075	- 102	- 561
ТМК	5 690	3 439	4 975	1 003	349	916	199	- 327	- 120
Распадская	1 200	455	996	869	244	744	531	- 91	- 472
Белон	978	550	708	205	110	258	79	- 8	- 107
Норильский Никель	13 980	9 096	11 335	5 796	3 295	4 074	- 449	1 521	2 022
Полюс Золото	1 087	1 299	1 767	449	721	1 106	52	438	700
Полиметалл	503	559	726	122	254	309	- 16	99	- 174
ВСМПО	1 262	829	1 026	345	209	250	154	58	- 86
ЧЦЗ	401	310	351	-	21	32	- 142	- 15	- 9

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

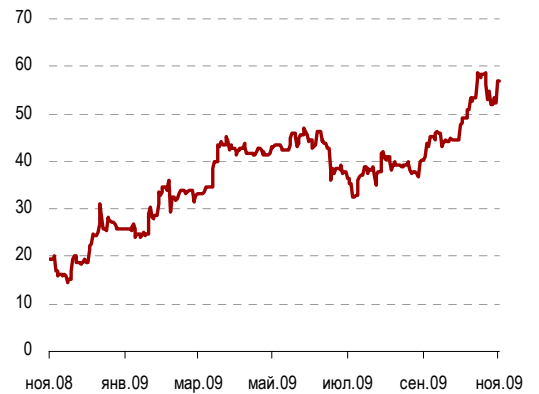
Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год
Полюс Золото

Норильский никель



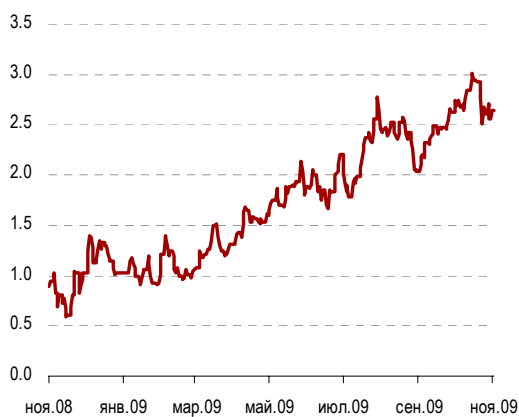
Полиметалл



ТМК



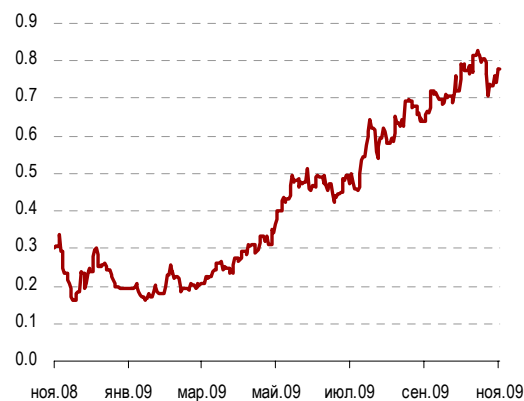
НЛМК



Евраз Групп



ММК



Северсталь



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

Электроэнергетика

Лучше ожиданий

В секторе генерирующих компаний мы отмечаем последнюю публикацию финансовых результатов. Отчетность за 3-й квартал включала результаты двух важных событий: очередное квартальное увеличение цен на газ и повышение доли свободного сегмента рынка электроэнергии до 50 %. Как показали опубликованные результаты, наши оценки влияния на финансовые результаты роста цен на газ в 3-м квартале были чересчур негативными, на фоне чего в ближайшее время мы намерены провести пересмотр наших прогнозов по компаниям сектора.

В ноябре мы начали покрытие электросетевых компаний. Среди ожидаемых событий в секторе электросетевых компаний в ноябре можно выделить публикацию оценки регуляторной базы распределительных компаний, необходимой для перехода на новое RAB-регулирование. Наши оценки iRAB базировались на коэффициенте пересчета, равном 1.8 (отношение iRAB к балансовой стоимости основных средств), в то время как предварительно озвученные Холдингом МРСК цифры предполагают среднее значение коэффициента выше 2.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
РусГидро	HYDR	0.035	8 816	14.5	2.8	6.9	0.05	36%	покупать
ФСК	FEES	0.011	12 142	56.0	3.9	8.4	0.02	90%	покупать
ОГК-1	OGKA	0.024	1 067	neg.	0.8	6.1	0.015	-37%	продавать
ОГК-2	OGKB	0.030	982	neg.	1.0	33.0	0.020	-33%	продавать
ОГК-3	OGKC	0.048	2 266	11.9	0.6	4.1	0.039	-18%	продавать
ОГК-4	OGK4	0.053	3 325	65.6	2.2	30.8	0.049	-7%	продавать
ОГК-5	OGKE	0.075	2 638	neg.	2.4	24.3	0.054	-28%	продавать
ОГК-6	OGKF	0.026	839	neg.	0.7	5.8	0.019	-27%	продавать
Мосэнерго	MSNG	0.089	3 541	39.3	1.0	9.4	-		
Иркутскэнерго	IRGZ	0.457	2 178	19.0	1.7	7.6	-		
Холдинг МРСК	MRKH	0.116	4 761	17.8	0.6	3.7	0.17	47%	покупать
МОЭСК	MSRS	0.040	1 948	8.2	1.3	3.9	0.06	38%	покупать
Ленэнерго	LSNG	0.890	824	6.9	1.4	4.6	1.10	24%	держать
МРСК Центра	MRKC	0.040	1 693	15.2	1.3	6.4	0.02	-43%	продавать
МРСК Сибири	MRKS	0.008	715	neg.	0.8	7.4	0.01	9%	держать
МРСК Урала	MRKU	0.008	699	1 998	0.6	4.1	0.01	25%	держать
МРСК ЦП	MRKP	0.006	699	130.4	0.7	5.9	0.01	42%	покупать
МРСК СЗ	MRKZ	0.007	690	35.0	1.0	5.8	0.01	53%	покупать
МРСК Волги	MRKV	0.003	607	416.7	0.8	4.5	0.01	79%	покупать
МРСК Юга	MRKY	0.006	304	neg.	1.1	6.4	0.01	20%	держать
МРСК СК	MRKK	3.000	89	neg.	0.4	4.3	5.44	81%	покупать

Основные тенденции

Свободный сегмент рынка электроэнергии

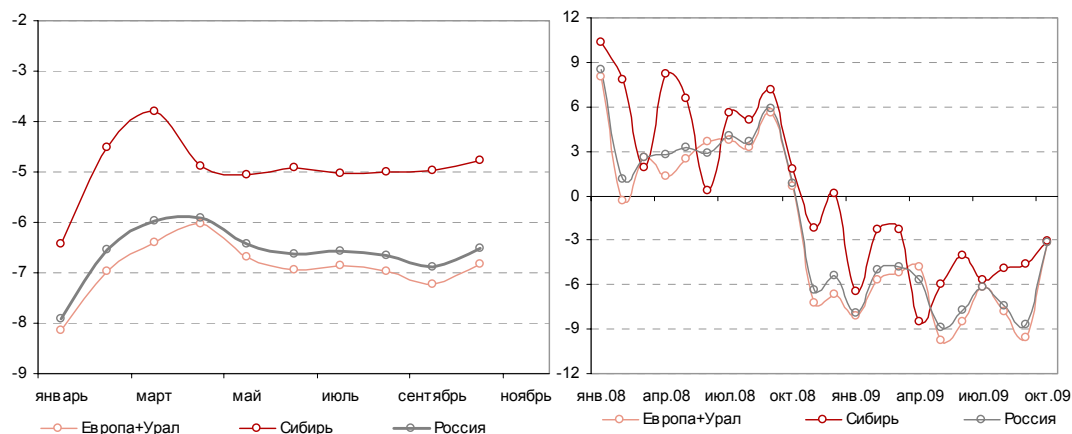
По итогам октября потребление электроэнергии сократилось на 3.2 % в первой ценовой зоне Европа + Урал и на 3.1 % в Сибири год к году. Так как снижение потребления электроэнергии в предыдущем месяце было более сильным (4.6 % в Сибири и 9.6 % в зоне Европа + Урал), то в октябре негативная динамика снижения темпов потребления сменилась на положительную. Принимая во внимание падение спроса на электроэнергию в ноябре 2008 г. на 7.2 %, в следующем месяце мы не исключаем рост потребления год к году.

В целом по стране снижение спроса на электроэнергию нарастающим итогом с начала года составило 6.5 % (в прошлом месяце – 6.9 %). По оперативным данным Системного оператора, выработка тепловых электростанций за 10 месяцев сократилась на 12.1 %, атомных станций – на 1.7 %, а выработка ГЭС увеличилась на 9.6 %.

Потребление электроэнергии в стране

Нарастающим итогом

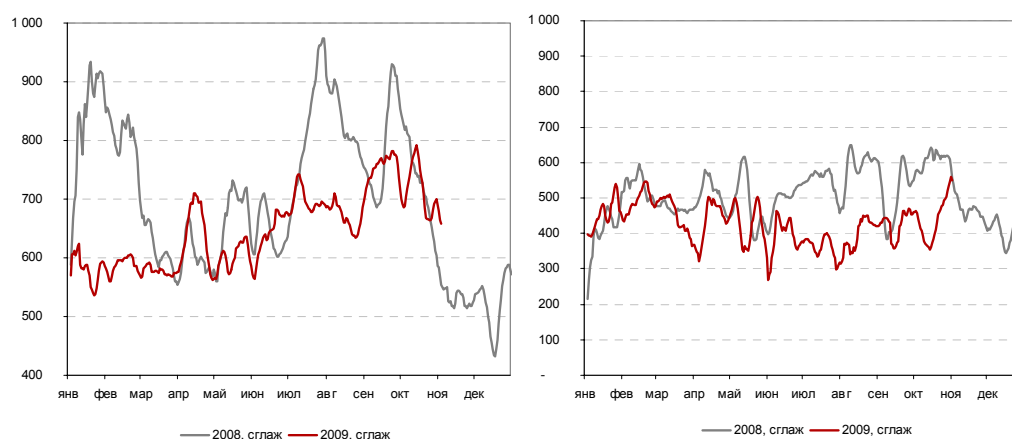
Год к году



Источники: ЦДУ СО, Аналитический департамент Банка Москвы

Цены на свободном рынке в зоне Европа + Урал в октябре немного понизились, в Сибири стоимость электроэнергии повысилась и находится на максимальных уровнях за последние 12 месяцев. Из-за резкого снижения цен в октябре 2008 г. текущие цены в обеих зонах оказались вблизи своих прошлогодних уровней.

Динамика цен на РСВ, руб./МВт·ч



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

В конце октября начался период публикации отчетности компаний за 9 месяцев в соответствии с российскими стандартами. Наиболее интересными для нас стали результаты тепловых генерирующих компаний, отчетность за 3-й квартал которых отразила результаты двух важных событий: очередное квартальное увеличение цен на газ и повышение доли свободного сегмента рынка электроэнергии до 50%. Как показала российская отчетность, повышение доли свободного рынка электроэнергии не смогло компенсировать рост себестоимости продукции, и прибыли тепловых станций понизились. Тем не менее, операционная рентабельность за 9 месяцев остается выше наших прогнозов на конец года, что во многом связано с менее существенными темпами роста топливных расходов компаний, чем мы ожидали ранее.

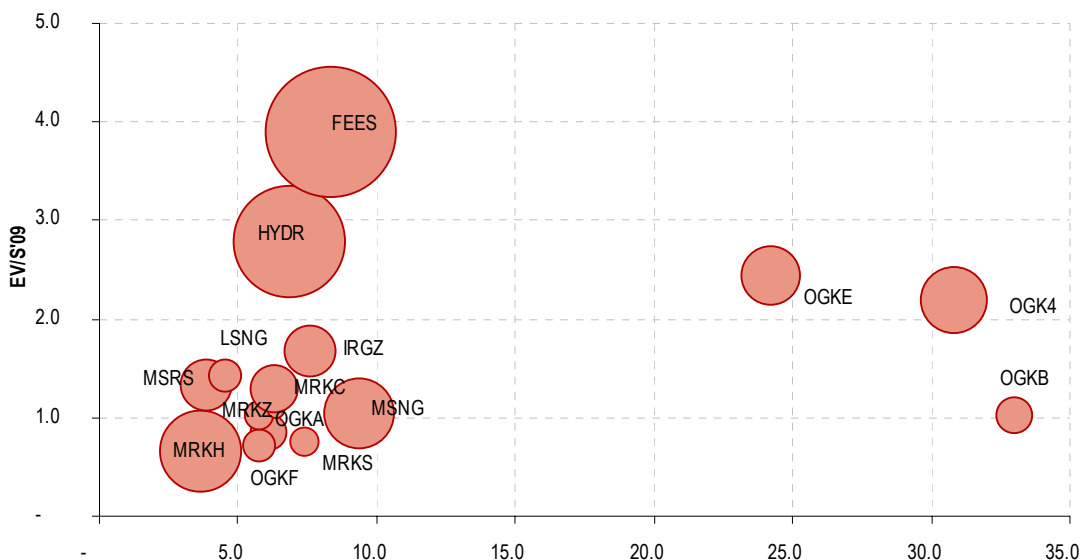
Среди ожидаемых событий в секторе электросетевых компаний можно выделить публикацию оценки регуляторной базы распределительных компаний, необходимой для перехода на новое RAB-регулирование. Согласно ранее озвученным планам Холдинга МРСК, завершение процесса оценки должно произойти к 1 ноября. Отметим, что в начале ноября мы начали покрытие сетевого сектора. В отсутствие официальных оценок RAB мы произвели свои расчеты капитала компаний, которые базировались на коэффициенте пересчета, равном 1.8 (отношение iRAB к балансовой стоимости основных средств), в то время как средний коэффициент по базе капитала, ранее озвученный Холдингом МРСК, составлял более 2. Соответственно, наши оценки можно назвать консервативными, и, возможно уже в ноябре,

после появления официальных цифр, мы проведем переоценку сектора.

Ключевые рекомендации

В ноябре мы отдаем предпочтение электросетевым компаниям, которые, как уже отмечалось ранее, после публикации значений iRAB могут подвергнуться существенной переоценке. Нашими фаворитами среди электросетевых компаний являются бумаги ФСК ЕЭС, которые вместе с возможным высоким потенциалом роста являются наиболее ликвидной бумагой среди акций электроэнергетики. Компания является наиболее вероятным кандидатом для перехода уже в 2010 г. на RAB-регулирование, что является основной движущей силой котировок сетевых компаний.

Оценка компаний сектора



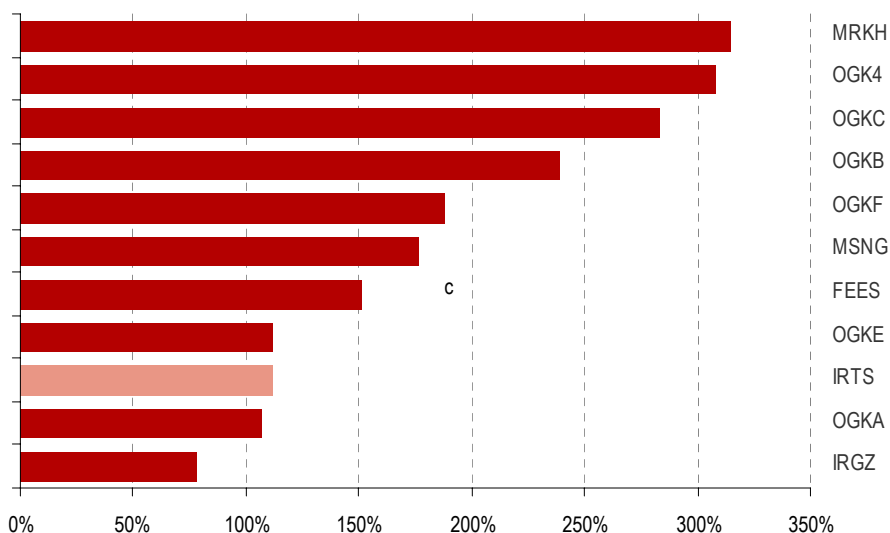
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕВITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
РусГидро	2 935	2 966	3 910	1 300	1 197	1 618	506	606	813
ФСК	2 757	2 782	4 215	910	1 289	2 186	180	217	1 013
ОГК-1	2 006	1 356	1 763	172	186	154	55	35	144
ОГК-2	1 630	1 124	1 548	24	34	96	15	38	56
ОГК-3	1 193	914	1 137	177	132	119	324	191	145
ОГК-4	1 462	1 233	1 750	131	87	201	75	51	73
ОГК-5	1 448	1 172	1 559	213	117	207	66	16	20
ОГК-6	1 499	1 261	1 574	108	155	170	1	13	74
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	1 572	2 035	347	318	256	111	112	25
МРСК Сибири	1 468	1 232	1 649	187	125	79	6	40	64
МРСК Урала	1 224	1 423	1 801	132	213	164	29	0	22
МРСК ЦП	1 274	1 450	1 895	243	168	345	57	5	110
МРСК СЗ	935	796	1 030	142	140	162	40	20	25
МРСК Волги	1 212	899	1 218	251	165	54	47	1	91
МРСК Юга	702	576	744	168	97	37	26	34	85
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
ФСК ЕЭС

РусГидро



ИнтерРАО



Холдинг МРСК



ОГК-1



ОГК-2



ОГК-3



ОГК-4



ОГК-5



ОГК-6



ТГК-1



Мосэнерго



Основным ключевым событием месяца стала новость о примирении между Альфа-Групп и Telcel и их решении объединить ВымпелКом и Киевстар на базе новой компании VimpeCom Ltd. Хорошая отчетность за 1-е полугодие 2009 г. и разрешение конфликта акционеров заставили нас повысить наш целевой уровень по акциям ВымпелКома до \$ 21.7 за ADR.

Реорганизация Связьинвеста продолжает оставаться основной темой, определяющей движение котировок акций дочек холдинга. 20 октября Совет директоров компании одобрил план реорганизации Группы в форме присоединения межрегиональных компаний связи (МПК) к ОАО «Ростелеком».

Лидерами роста в октябре стали акции Ростелекома, ВолгаТелекома, Северо-Западного Телекома и Уралсвязьинформ. Кроме того, стоит отметить спрос в акциях АФК «Система» на фоне заявлений руководства компании о перераспределении долговой нагрузки с холдинга на «дочки».

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
МТС(ADR)	MBT.N	47.85	19 076	9.9	3.0	5.7	48.80	2%	держать
МТС (локальные)	MTSS	6.73	13 422	7.6	2.2	1.7	9.76	45%	покупать
Вымпелком	VIP.N	19.52	20 020	38.2	3.1	6.3	21.73	11%	держать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	5.11	2 136	11.9	1.4	3.6	5.50	8%	держать
Уралсвязьинформ	URSI	0.02	748	11.3	1.2	3.5	0.01	-38%	продавать
Волгателеком	NNSI	2.10	516	4.9	1.0	2.6	2.90	38%	покупать
Центртелеком	ESMO	0.48	760	5.0	1.4	3.2	0.25	-48%	продавать
Сибирьтелеком	ENCO	0.04	420	7.6	1.0	2.9	0.03	-10%	продавать
СЗТ	SPTL	0.43	383	4.1	1.1	2.6	0.77	78%	покупать
ЮТК	KUBN	0.07	206	8.5	1.3	4.5	0.02	-70%	продавать
Дальсвязь	ESPK	2.85	273	3.3	0.8	2.2	3.66	28%	держать

Основные тенденции

Мобильная связь

В октябре Altimo и Telcel договорились об объединении ОАО «ВымпелКом» и ЗАО «Киевстар G.S.M» в рамках новой компании «ВымпелКом Лтд.». В результате сделки будет создана компания с абонентской базой более 85 млн человек, выручкой \$ 12.5 млрд (первое место среди аналогичных компаний стран EMEA), рентабельностью EBITDA больше 50 % и долговой нагрузкой не более 1.5 x. Кроме того, свыше 30 % выручки ВымпелКом Лтд. будет зарабатывать за пределами России. Таким образом, соглашаясь на условия сделки, миноритарные акционеры ОАО «ВымпелКом» получают акции лидирующего оператора сотовой связи на развивающихся рынках с щедрой дивидендной политикой, предполагающей дивидендные выплаты на уровне не менее 50 % свободного денежного потока объединенной компании. Кроме того, корпоративное управление новой компании создано таким образом, чтобы исключить возможность возникновения конфликтов между акционерами в будущем. Мы пересмотрели нашу модель по компании ОАО «ВымпелКом», повысив целевую цену ADR до \$ 21.7.

В октябре также была закрыта сделка по приобретению МТС 51 % акций фиксированного оператора связи «Комстар» у АФК «Система». По оценке руководства МТС, синергия от объединения с Комстаром оценивается на уровне \$ 200 млн, при этом данная цифра рассчитывалась при условии владения только 51 % акций оператора фиксированной связи. Менеджмент отметил, что синергетический эффект от полной консолидации Комстара будет выше, но не существенно выше, при том что выкуп долей миноритариев Комстара обойдется МТС примерно в \$ 800 млн. Тем временем, решение о выкупе пока не принято и будет зависеть в том числе от планов по капиталовложениям.

Кроме того, на данный момент МТС внедряет новую программу по повышению эффективности, которая предполагает достижение экономий в сфере закупок оборудования, оптимизацию количества персонала (благодаря централизации части функций), снижение количества колл-центров, в том числе из-за объединения с Комстаром, и другое. Эффект от повышения эффективности составит около \$ 300 млн. Озабоченность повышением собственной

эффективности особенно актуальна в преддверии создания четвертого федерального оператора связи на базе Ростелекома.

Фиксированная связь

20 октября Совет директоров ОАО «Связьинвест» одобрил план реорганизации Группы в форме присоединения межрегиональных компаний связи (МРК) к ОАО «Ростелеком». Планируется, что юридические действия по реорганизации Связьинвеста будут завершены в мае 2011 г., в том числе ожидается, что коэффициенты конвертации станут известны в 1-м квартале следующего года, после чего уже летом пройдут общие собрания акционеров МРК, на которых должно быть принято решение о присоединении. Предварительная оценка эффекта синергии от объединения компании составляет порядка 30 млрд руб.

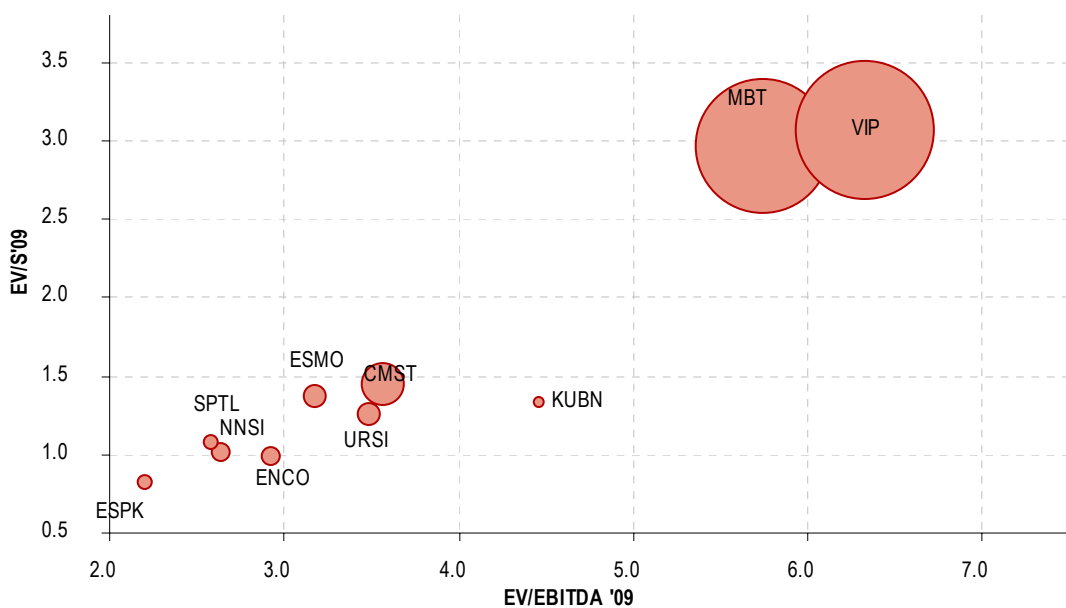
Кроме того, стало известно, что привилегированные акции МРК будут конвертированы в обыкновенные акции Ростелекома. Размер дисконта при конвертации, вероятно, составит около 10 %. Решение конвертировать «префы» МРК продиктовано желанием упростить структуру собственности объединенной компании, а также заручиться поддержкой владельцев «префов» на общем собрании акционеров МРК, учитывая, что по вопросу реорганизации компании привилегированные акции получают право голоса.

Ключевые рекомендации

Нашими фаворитами в секторе с фундаментальной точки зрения являются обыкновенные акции ВолгаТелекома и Северо-Западного Телекома. Кроме того, мы отмечаем, что наибольший дисконт между префами и обыкновенными акциями наблюдается у акций ВолгаТелекома (28 %), Дальсвязи (27 %), Сибирьтелекома (26 %).

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

Оценка компаний сектора



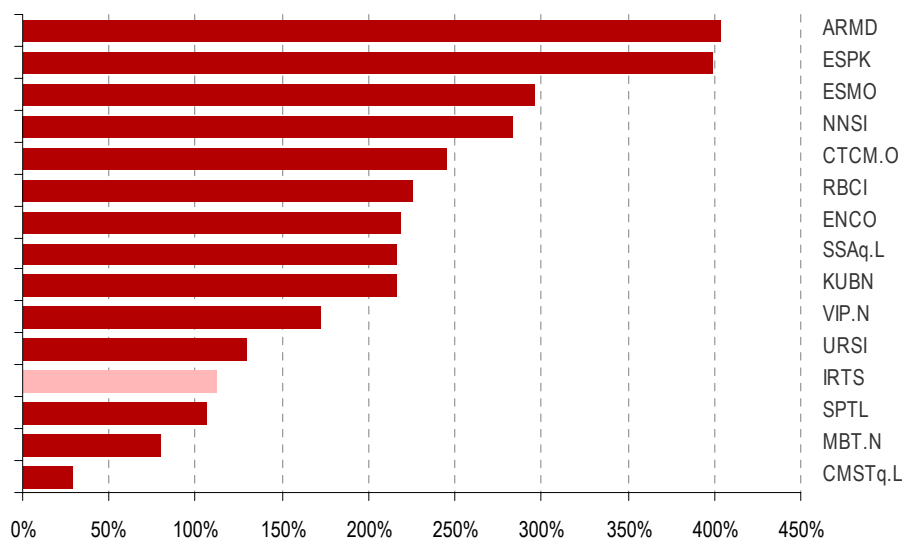
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
МТС(ADR)	10 245	7 454	8 065	5 140	3 843	3 978	1 930	1 772	1 588
Вымпелком	10 117	8 985	10 533	4 860	4 350	5 106	524	1 258	2 148
Комстар-ОТС	1 648	1 482	1 629	683	599	654	180	117	164
Уралсвязьинформ	1 636	1 326	1 560	569	473	564	74	65	129
Волгателеком	1 289	1 026	1 191	488	393	458	117	76	139
Центртелеком	1 399	1 152	1 332	574	493	568	170	150	207
Сибирьтелеком	1 515	1 215	1 422	526	410	491	61	8	52
СЗТ	1 012	833	974	406	346	413	103	58	105
ЮТК	856	711	824	239	212	256	-	27	1
Дальсвязь	648	546	651	231	203	244	91	70	100

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



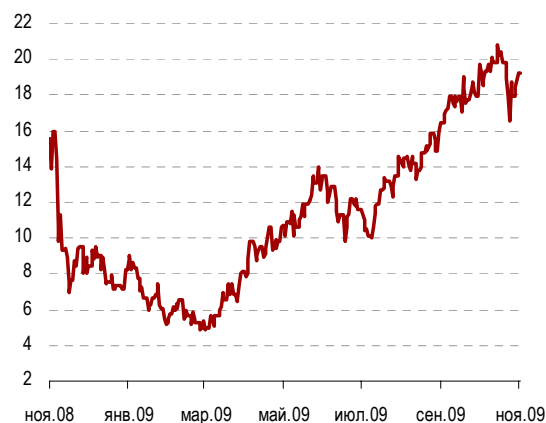
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

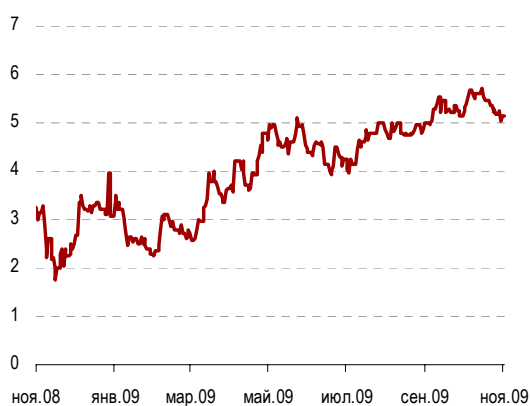
МТС



ВымпелКом



Комстар-ОТС



Уралсвязьинформ



ЦентрТелеком



СЗТ



Дальсвязь



ЮТК



ВолгаТелеком



Сибирьтелеком



Ростелеком



Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Банковский сектор

Повышение целевых уровней

Банковский сектор посылает первые позитивные сигналы. Статистика отрасли фиксирует снижение просроченной задолженности, а ряд банков существенно распускает резервы. Исключая влияние укрепления курса рубля, мы также фиксируем рост кредитного портфеля банков.

Данные тенденции заставили нас пересмотреть взгляд в отношении динамики кредитного портфеля, резервов и просроченной задолженности ВТБ и Сбербанка.

В ноябре мы повышаем целевые уровни по Сбербанку с \$1.32 до \$3.1 (рекомендация – «покупать») и ВТБ с \$ 2.3 до \$ 4.1 (рекомендация – «держат»).

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	ROE, %	P/BV 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	2.2	48 218	144.2	1.3%	1.9	3.10	39%	покупать
ВТБ	VTBRq.L	4.0	20 760	486.8	0.2%	1.0	4.10	3%	держат
Возрождение	VZRZ	36.2	859	17.4	8.4%	1.4	-	-	-
Банк Санкт-Петербург	BSPB	2.82	797	18.0	6.4%	1.1	-	-	-
Уралсиб	USBN	0.006	1 225	15	3.3%	0.5	-	-	-
Росбанк	ROSB	3.3	2 226	9.8	12.6%	1.2	-	-	-

Банки начинают решать проблемы плохих долгов

Проблема «плохих» долгов постепенно теряет свою остроту. Банки начинают активно реструктурировать кредиты предприятий. Активизация механизма госгарантий и переход в собственность части залоговых активов позволила ВТБ снизить общий объем просроченной задолженности в сентябре-октябре на 42 млрд руб. и сократить резервы на 19.8 млрд руб., что позволило получить прибыль в 40.2 млрд руб. за два месяца.

Результаты ВТБ серьезно повлияли на банковскую статистику по итогам сентября, но даже без их учета мы зафиксировали снижение темпов роста просроченной задолженности и формирования резервов.

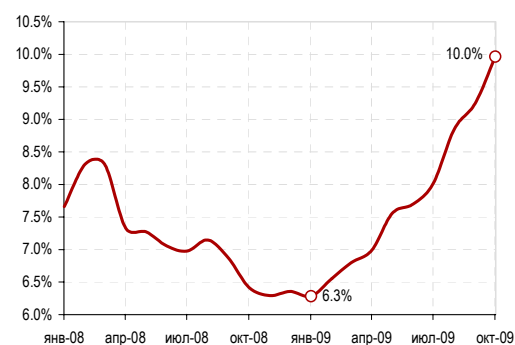
Темпы формирования резервов продолжают падать. В сентябре совокупный объем резервов на возможные потери вырос на 60.5 млрд руб. (+3.9 % за месяц против роста на 6.7 % в августе). Объем резервов увеличился с 9.4 % до 9.9 % от размера кредитного портфеля. Покрытие резервами «плохих» долгов выросло по системе с 161 % до 170 %.

Восстановление финансовых рынков сделало проблему рефинансирования долгов корпораций менее острой. Банки предпочитают не только восстанавливать прежний уровень кредитования, но и увеличивать вложения в корпоративные облигации, создавая дополнительные резервы для получения рефинансирования в ЦБ.

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



Вложения банков в долговые обязательства, % к активам



Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

Пересмотр рекомендаций

В ноябре мы скорректировали наши прогнозы в отношении уровня просроченной задолженности в моделях Сбербанка и ВТБ в сторону более умеренного роста просроченной задолженности и формирования резервов. Мы также пересмотрели прогнозы в отношении темпов роста кредитного портфеля, предполагая восстановление рынка на 15 % в следующем году.

Справедливая цена акций Сбербанка повышена с \$ 1.32 до \$ 3.10. Потенциал роста к текущей цене банка составляет 38 %, что соответствует рекомендации «покупать».

Справедливая цену по акциям ВТБ повышена с \$ 2.3 до \$ 4.1 за GDR (рекомендация – «держаться»).

Отчет о повышении целевых уровней будет опубликован в ближайшее время.

Ценовые мультипликаторы

С учетом новых параметров по прибыли и капиталу на 2010 год котировки Сбербанка и ВТБ не выглядят существенно дешевле своих аналогов с emerging markets. Дороже по ценовым мультипликаторам торгуются только китайские и индийские банки.

	P/ BV_10	P/E_10	ROE_10
Сбербанк	1.8	10.2	17.8
ВТБ	1.0	485.6	0.2
EMEA	1.3	10.1	13.9
LATAM	1.3	12.4	19.8
Идия, Китай	2.0	11.6	19.2
Global banks	1.0	11.7	9.3

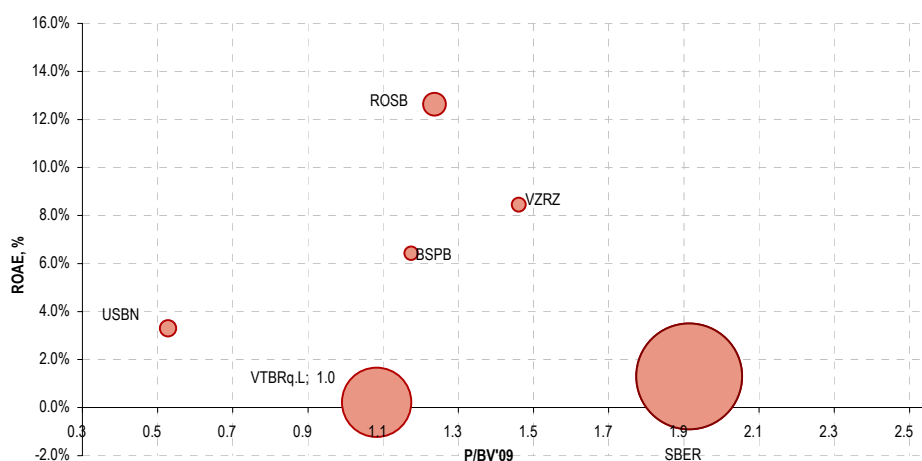
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Активы млн. \$			Капитал млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Сбербанк	229 285	218 174	256 453	25 533	25 867	27 574	3 930	334	4 757
ВТБ	129 668	173 000	230 699	19 434	20 102	20 277	-1 770	43	412
Возрождение	5 356	5 547	6 229	563	609	684	82	49	81
Банк Санкт-Петербург	6 165	6 758	7 838	667	709	754	59	44	49
Уралсиб	19 079	20 987	24 135	2 330	2 563	2 947	107	81	93
Росбанк	17 721	19 493	22 417	1 705	1 876	2 157	302	226	260

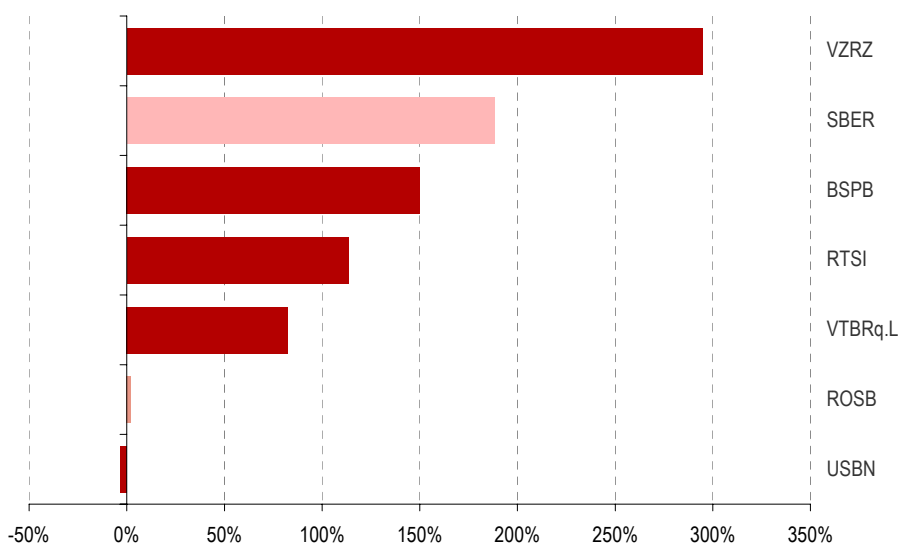
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

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



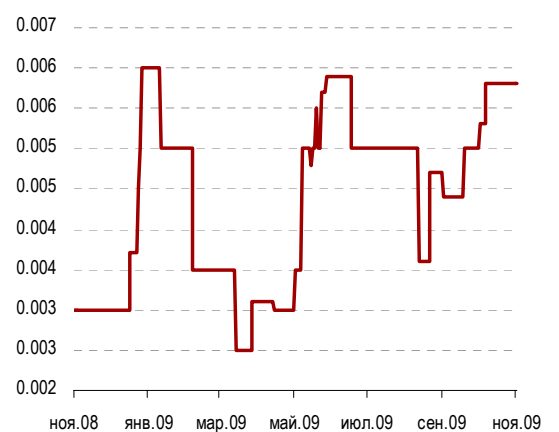
Банк «Санкт-Петербург»



Росбанк



Уралсиб



Потребительский сектор**Промоакции стимулируют трафик**

В ноябре акции потребительского сектора выглядели хуже рынка.

Основными корпоративными событиями прошедшего месяца стали публикации операционных результатов за 3-й квартал 2009 г, которые в целом не обрадовали, но и не удивили, учитывая сохраняющуюся слабость потребительского спроса в России.

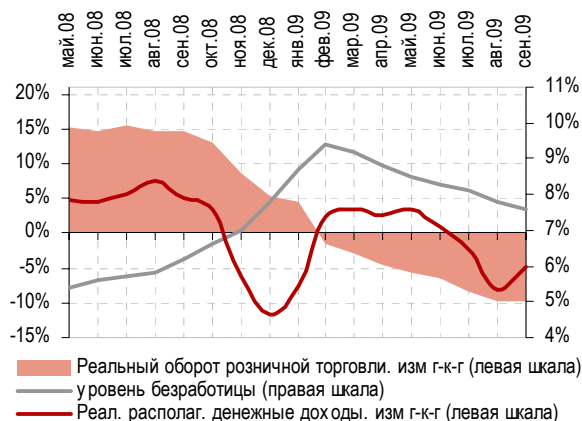
Лучше сектора выглядели акции X5 Retail Group: в октябре ФАС одобрила сделку по покупке сети «Патерсон» без наложения каких-либо ограничений, а также компания провела встречу с аналитиками, где подробно рассказала о принимаемых мерах по повышению эффективности, что должно увеличить рентабельность. Кроме того, мы отмечаем спрос в акциях Аптечной сети 36.6, которая объявила, что уже 94 % держателей облигаций согласились на реструктуризацию.

На данный момент наибольший потенциал роста (32 %) сохраняется в акциях X5 Retail Group, которые мы рекомендуем «покупать».

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
X5	PJPq.L	25.0	6 789	24.0	1.0	11.6	33.79	35%	покупать
Магнит	MGNT	59.9	4 983	21.6	0.9	11.4	59.35	-1%	продавать
Дикси	DIXY	6.5	560	168.4	0.4	8.5	7.88	21%	держать
М-Видео	MVID	3.7	674	27.5	0.3	6.9	4.43	18%	держать
Балтика	PKBA	26.5	4 018	6.8	1.5	4.5	44.83	69%	покупать
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	71.7	3 157	29.1	1.5	11.6	37.74	-47%	продавать
Синергия	SYNG	19.5	279	9.6	0.9	5.5	27.45	41%	покупать
Калина	KLNA	14.0	136	5.9	0.6	5.1	20.95	50%	покупать
Фармстандарт	PHSTq.L	18.8	2 842	18.2	5.4	12.5	17.57	-7%	продавать
Верофарм	VRPH	26.0	260	9.1	1.9	6.5	31.11	20%	держать
Аптеки 36.6	APTK	11.2	107	2.5	0.4	10.0	3.22	-71%	продавать
Разгуляй	GRAZ	1.8	287	5.4	1.0	6.8	1.53	-16%	продавать

Основные тенденции**Спад в рознице продолжается**

Согласно последней оперативной статистике Росстата, в сентябре оборот розничной торговли продолжил снижение год к году – в реальном выражении сокращение достигло 9.9 % против 9.8 % в августе. Однако если скорректировать данные Росстата с учетом сезонности, то, по нашим оценкам, выходит, что спад в сфере потребления домохозяйств прекратился. Начавшееся восстановление в производственном секторе и уверенное снижение уровня безработицы дают надежду на более явное оживление потребительского спроса, который, как известно, реагирует с лагом.

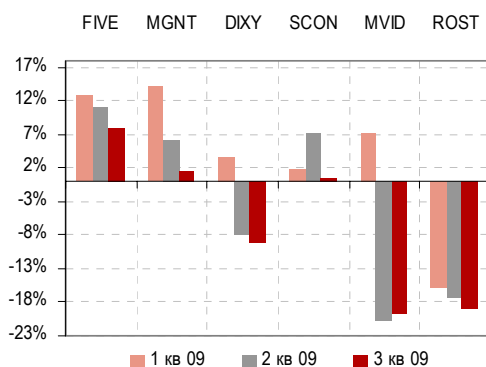
Оборот розничной торговли, уровень безработицы и реальные денежные доходы**Розничная торговля в разбивке по видам товаров (в реальном выражении)**

Источник: Росстат

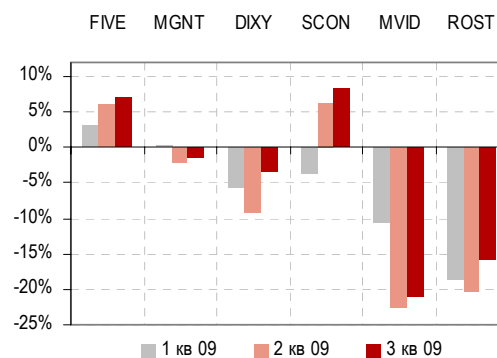
Операционные результаты за 9 месяцев 2009 г.

Динамика сопоставимых продаж в 3-м квартале текущего года оказалась хуже, чем в предыдущем квартале. При этом основной причиной сокращения темпов роста LFL продаж стало более существенное замедление темпов роста среднего чека, в то время как ситуация с трафиком улучшилась. Напомним, что почти все сети в этом году, и особенно во 2-м и 3-м кварталах, усилили свою промоактивность, значительно снизив цены на часть ассортимента, что и привело к снижению среднего чека, но стимулировало трафик.

Динамика продаж LFL, год-к-году



Динамика трафика LFL, год-к-году



Источник: данные компании, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

SPO в секторе

В октябре сразу 2 компании потребительского сектора провели размещения акций.

Синергия разместила 4 млн акций, что составляет 28 % выпущенных акций на момент SPO, по цене \$ 20 за штуку. По словам компании, привлеченные средства в размере \$ 80 млн будут потрачены на развитие компании, в том числе усиление конкурентных позиций на алкогольном рынке, а также на оптимизацию структуры капитала.

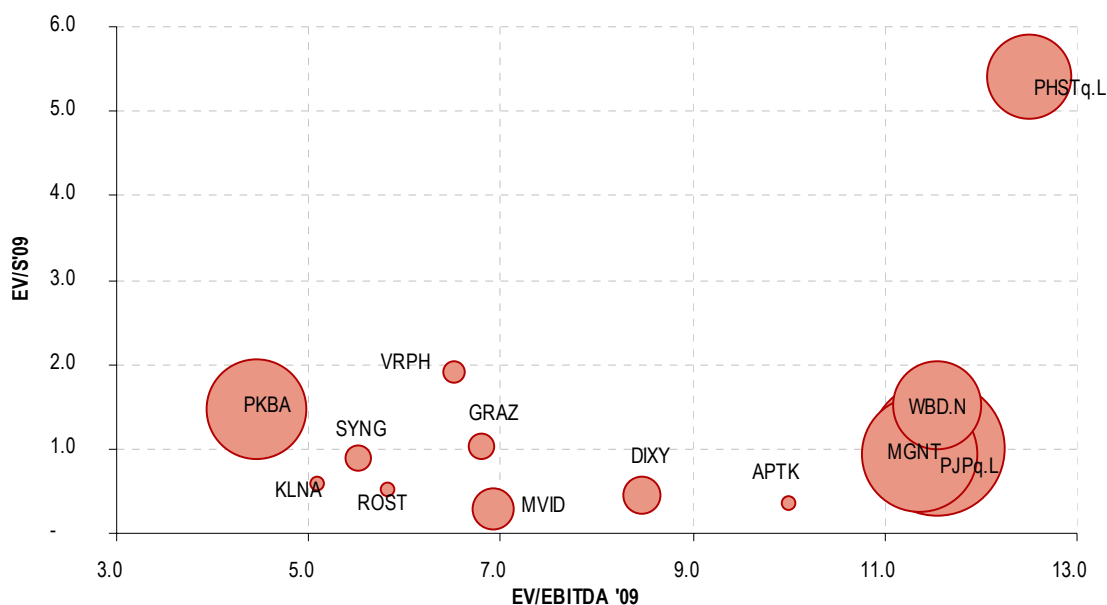
Магнит разместил 8.1 млн акций по цене \$ 65 за штуку (на 4 % выше рыночной на момент сделки). По словам компании, привлеченные средства в размере \$ 527 млн будут потрачены на расширение сети, в том числе строительство гипермаркетов и дистрибуционных центров.

Ключевые рекомендации

Существенный потенциал роста сохраняется в акциях **X5 Retail Group**. Мы считаем, что инвестиции, сделанные сетью в начале года в повышение лояльности покупателей, уже начали окупаться в виде наилучшей в секторе динамики продаж LFL. Более того, как рассказал менеджмент **X5 Retail Group** на встрече с аналитиками в октябре, в компании уже начали проводить масштабные мероприятия по повышению эффективности на всех уровнях операционных процессов (в том числе повышение уровня централизации поставок и внедрение IT), что должно привести к ощутимым экономиям уже в 2010 г. Не стоит также забывать, что в среднесрочной перспективе по мере восстановления потребительского спроса динамика LFL-продаж X5 Retail Group, на наш взгляд, будет выглядеть лучше динамики Магнита и Дикси, учитывая наличие формата «супермаркет» в структуре выручки X5 Retail Group. Мы также отмечаем, что в октябре стало известно, что ФАС одобрила ходатайство X5 Retail Group о покупке 100 % торговой сети «Патэрсон» без наложения дополнительных ограничений, касающихся бизнеса сети в Санкт-Петербурге.

Мы также решили отозвать наш целевой уровень и рекомендацию по акциям Седьмого Континента, учитывая тот факт, что торговая сеть до сих пор не представила финансовой отчетности за 2008 год и 1-е полугодие 2009 г.

Оценка компаний сектора



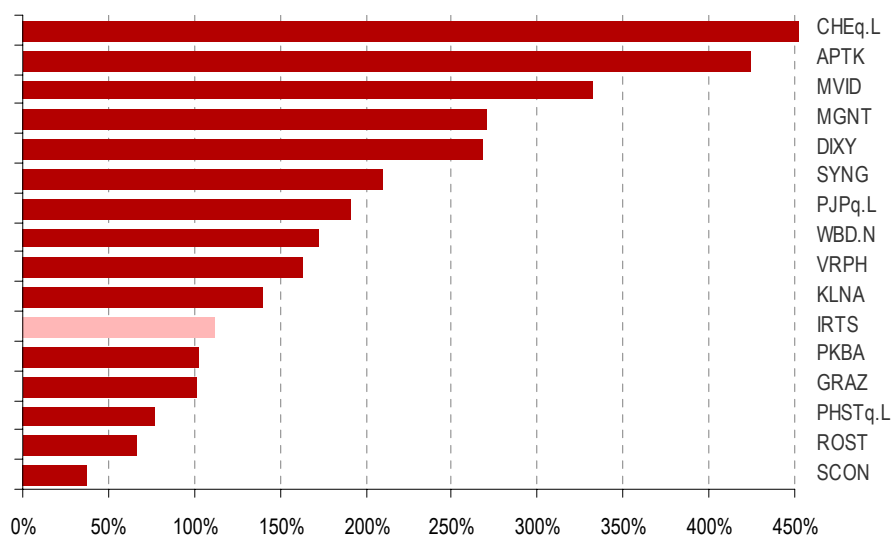
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Х5	8 353	8 685	12 288	768	742	1 042	119	283	391
Магнит	5 348	5 580	8 445	402	458	700	188	231	391
Дикси	1 943	1 790	2 335	109	95	146	13	3	40
М-Видео	2 874	2 465	3 393	145	97	154	50	24	65
Балтика	3 718	2 891	3 443	1 088	945	1 120	624	595	729
Вимм-Билль-Данн	2 824	2 342	2 938	361	305	387	305	109	176
Синергия	673	551	683	101	89	107	49	29	45
Калина	484	431	531	53	50	62	9	23	33
Фармстандарт	576	539	690	243	233	298	141	156	203
Верофарм	173	150	197	52	44	59	37	29	40
Аптеки 36.6	1 051	650	724	33	23	18	56	42	20
Разгуляй	1 289	1 179	1 457	80	178	260	5	53	82
Росинтер	341	352	470	19	31	42	15	10	2

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

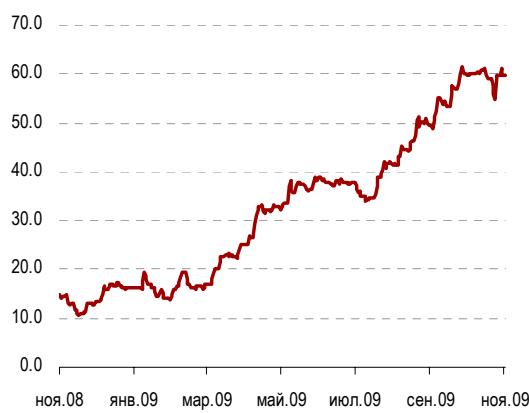
X5



Седьмой Континент



Магнит



Дикси



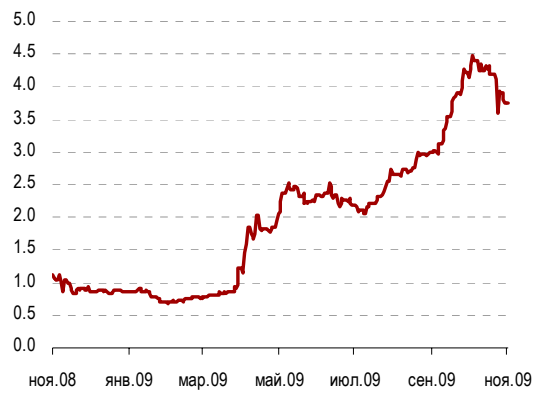
Аптечная сеть 36.6



Росинтер



М.Видео



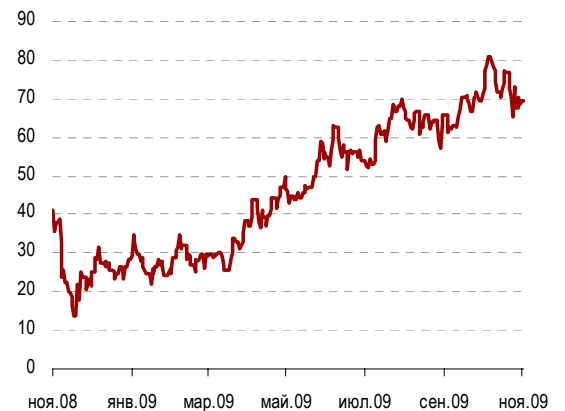
Синергия



Балтика



Вимм-Билль-Данн



Калина



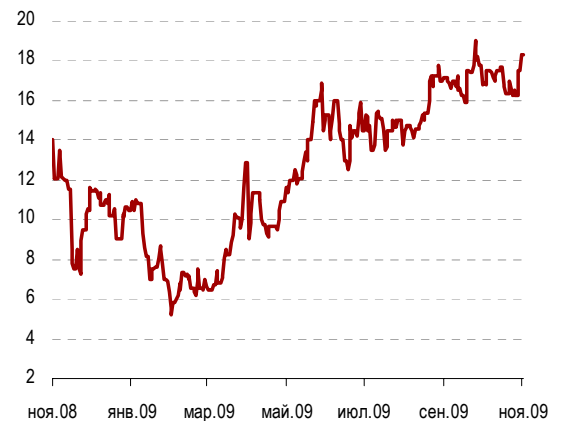
Разгуляй



Верофарм



Фармстандарт



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Машиностроение

Новая помощь АвтоВАЗу

В начале ноября стало известно об отказе GM продавать Opel, претендентом на покупку которого ранее являлся консорциум Магна и Сбербанка. Полученные в результате сделки немецким технологиям планировалось направить на развитие российского автопрома. По нашему мнению, разрыв сделки по продаже Opel не является негативным, так как теперь российские предприятия могут рассчитывать на большую поддержку со стороны государства.

В соответствии с нашими целевыми уровнями по акциям автомобилестроительных компаний на конец 2010 г., потенциал роста стоимости сохранился лишь в бумагах Sollers, которые и являются нашими фаворитами в секторе. Тем не менее, отметим, что в последнее время проводится достаточно большая работа по спасению и развитию АвтоВАЗа. В настоящий момент в наших моделях никак не учтены вероятные изменения стратегии развития предприятия, которые могут стать известны в ноябре. В этой связи в ближайшее время мы можем пересмотреть наше отношение к акциям АвтоВАЗа.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
АвтоВАЗ	AVAZ	0.57	786	neg	0.3	19.8	0.53	-6%	продавать
ГАЗ	GAZA	27.00	500	neg	0.7	40.6	-		
Sollers	SVAV	14.57	499	- 10.0	1.1	15.3	19.9	37%	покупать
КАМАЗ	KMAZ	2.22	1 568	- 313.6	0.9	36.1	1.9	-14%	продавать
Силловые машины	SILM	0.19	1 669	40.3	0.9	9.3	-		

Основные тенденции

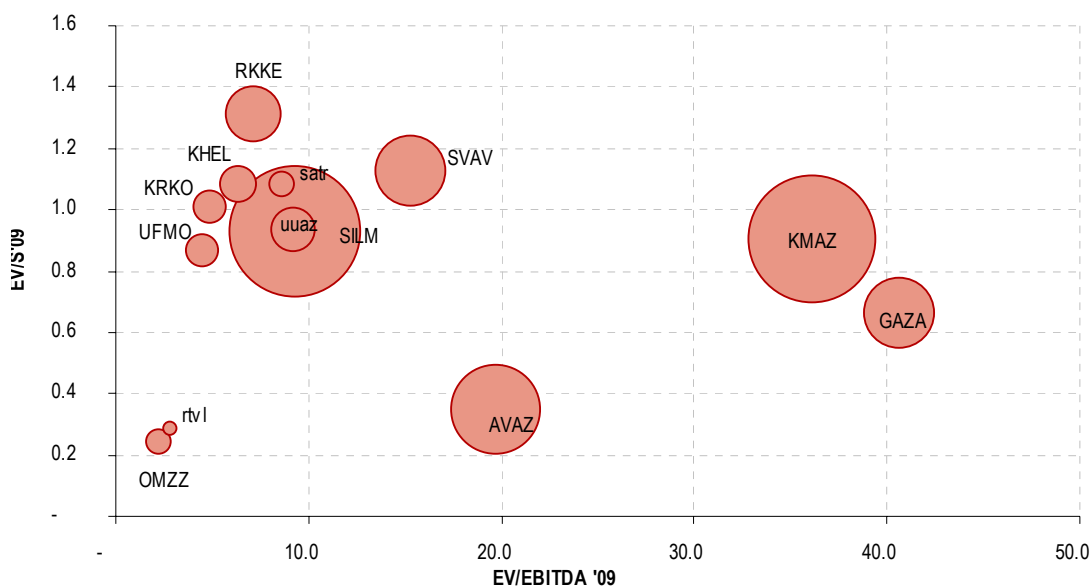
В начале ноября GM пересмотрел планы, отказавшись от продажи своего немецкого подразделения Opel. Решение GM стало неожиданностью. Ранее основным претендентом на покупку немецкого автопроизводителя считался консорциум Магна и Сбербанка. Сделка находилась в финальной стадии. После приобретения 55%-ного пакета акций Opel партнеры рассчитывали организовать сборку немецких автомобилей в России на мощностях Группы ГАЗ. Как говорится в пресс-релизе GM, корпорация не отказывается от планов сотрудничества с Группой ГАЗ, и, соответственно, не исключено, что мощности российского автопроизводителя все-таки будут заполнены сборкой моделей автомобилей GM.

Мы полагаем, что отказ от продажи Opel не является негативной новостью для российского автопрома. Планы Магна и Сбербанка по развитию Opel были довольно амбициозными и предполагали колоссальные вложения. На этом фоне могли существенно сузиться размеры помощи внутренним российским автопредприятиям. Теперь же фокус программы развития автопрома может снова переместиться на российские компании. Так, уже стало известно о планах Правительства внести поправки в бюджет 2009 г., которые связаны с перераспределением средств, зарезервированных для капитализации банков (150 млрд руб.), в пользу поддержки системообразующих предприятий. Отметим, что АвтоВАЗу вновь обещана крупная поддержка. Российский премьер-министр Владимир Путин сообщил, что заводу необходимы 54.8 млрд руб., в том числе, 38 млрд руб. для расчетов с кредиторами, 12 млрд руб. в качестве инвестиций в развитие и 4.8 млрд руб. – расходы на трудоустройство уволенных сотрудников. Конкретные параметры предоставления средств пока неизвестны, тем не менее, на 10 ноября намечена встреча акционеров АвтоВАЗа с Правительством, на которой данный вопрос может проясниться. Не исключено, что помимо предоставления новых средств на предстоящей встрече будут приняты и другие важные решения, в частности, по данным СМИ со ссылкой на источники, Правительство рассматривает вариант продажи акций АвтоВАЗа стратегическому инвестору. В случае подтверждения данной информации акции АвтоВАЗа получат мощный приток спекулятивного капитала.

Ключевые рекомендации

В соответствии с нашими целевыми уровнями по акциям автомобилестроительных компаний на конец 2010 г., потенциал роста стоимости сохранился лишь в бумагах Sollers, которые и являются нашими фаворитами в секторе. Отметим, что в последнее время ведется довольно большая работа по спасению и развитию АвтоВАЗа. И хотя мы оцениваем текущий потенциал роста стоимости акций АвтоВАЗа всего в 8 %, в наших моделях пока никак не учтены возможные изменения стратегии развития предприятия. В данной связи в ближайшее время мы можем пересмотреть наше отношение к акциям компании.

Оценка компаний сектора



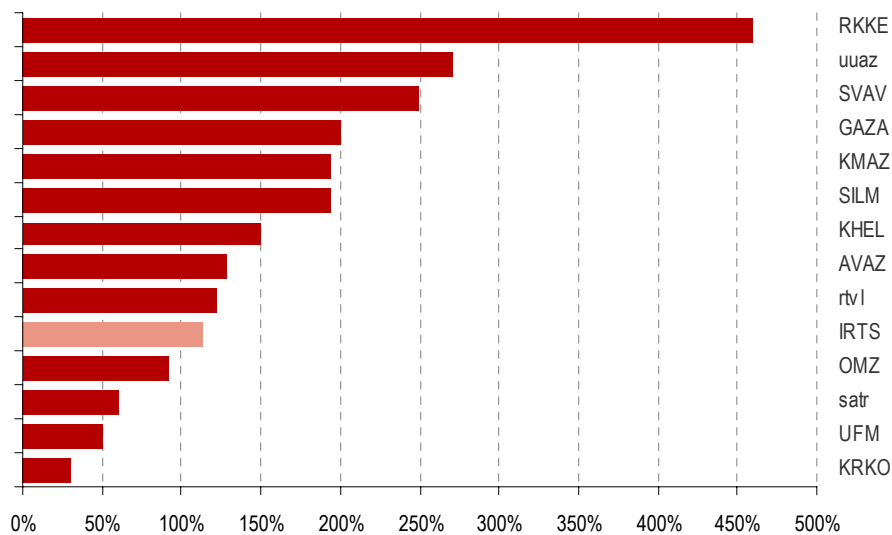
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$				ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$				
	2008 П	2009 П	2010 П		2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П		
АвтоВАЗ	7 517	5 717	5 846	-	605	100	444	991	-	320	-	121
ГАЗ	6 471	2 457	3 797	-	314	40	160	180	-	449	-	14
Sollers	2 478	1 120	1 810	-	220	82	175	38	-	50	-	25
КАМАЗ	3 873	2 324	3 021	-	347	58	151	36	-	5	-	15
Силовые машины	1 312	1 592	1 489	-	88	158	122	86	-	41	-	2

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



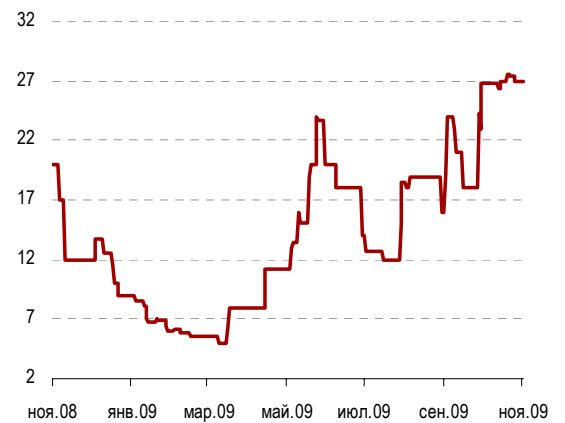
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

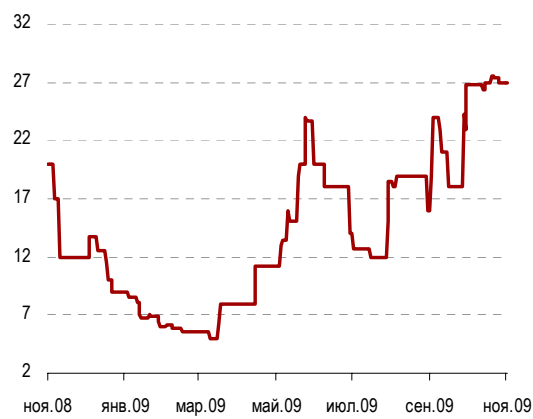
АвтоВАЗ



ГАЗ



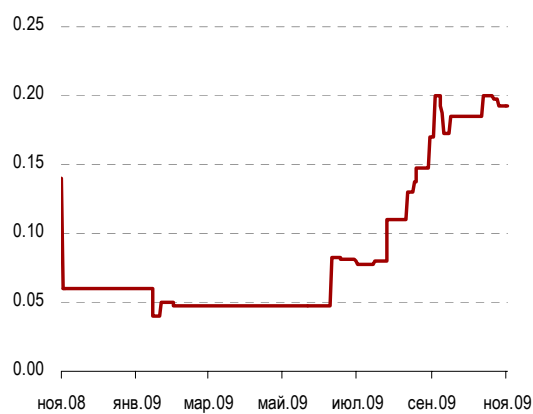
Sollers



КАМАЗ



Силловые машины



Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Ситуация улучшается

Акции компаний сектора минеральных удобрений в октябре были в числе лидеров роста на российском рынке акций, что можно связать с заметным оживлением на рынке сельскохозяйственных товаров. Ситуация с ценами на сами минеральные удобрения, впрочем, пока остается не очень веселой.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Уралкалий	URKA	4.51	9 590	19.4	7.6	12.3	5.02	11%	держать
Сильвинит	SILV	675	5 282	9.7	5.9	8.7	934	38%	покупать
Акрон	AKRN	30.0	1 432	18.8	1.9	7.7	19.10	-36%	продавать
Апатит	APAT	255	1 590	6.4	2.2	4.3	487	91%	покупать
Аммофос	AMMO	76.7	692	37.8	0.5	5.0	83	8%	держать

Основные тенденции

Октябрь принес долгожданное оживление на рынки сельскохозяйственной продукции, с начала 2009 г. остававшиеся на обочине других товарных рынков. По итогам месяца биржевая стоимость пшеницы увеличилась на 8 %, сои – на 5 %, кукурузы – на 6 %, а сводный индекс CRB Food прибавил более 6 %, обновив в начале ноября годовой максимум.

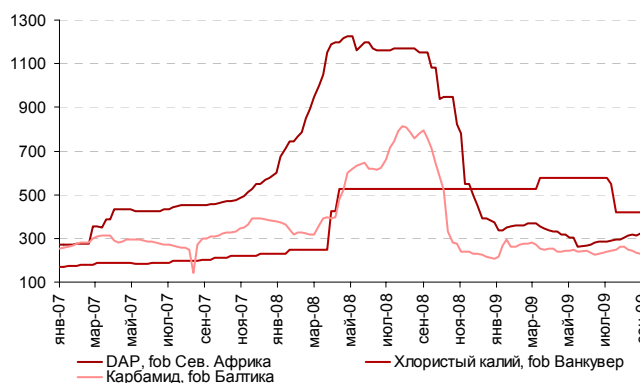
Индекс CRB Food



Источник: Bloomberg

Более высокие цены на сельхозпродукцию заставили инвесторов несколько по-иному взглянуть на сектор минеральных удобрений, даже несмотря на то, что значимых изменений на рынке самих удобрений пока не заметно. Такая реакция рынка, хотя и представляется некоторым авансом, в принципе выглядит логично: более высокие цены на продукцию фермеров заставляют их с большим трепетом относиться к увеличению урожайности, для чего (особенно в свете низких закупок в 2009 г.), очевидно, понадобятся большие партии минеральных удобрений. Шансов на то, что ожидаемое многими игроками отрасли резкое увеличение спроса в 2010 г. станет реальностью, таким образом, становится все больше.

Цены на основные виды минеральных удобрений, \$/тонна



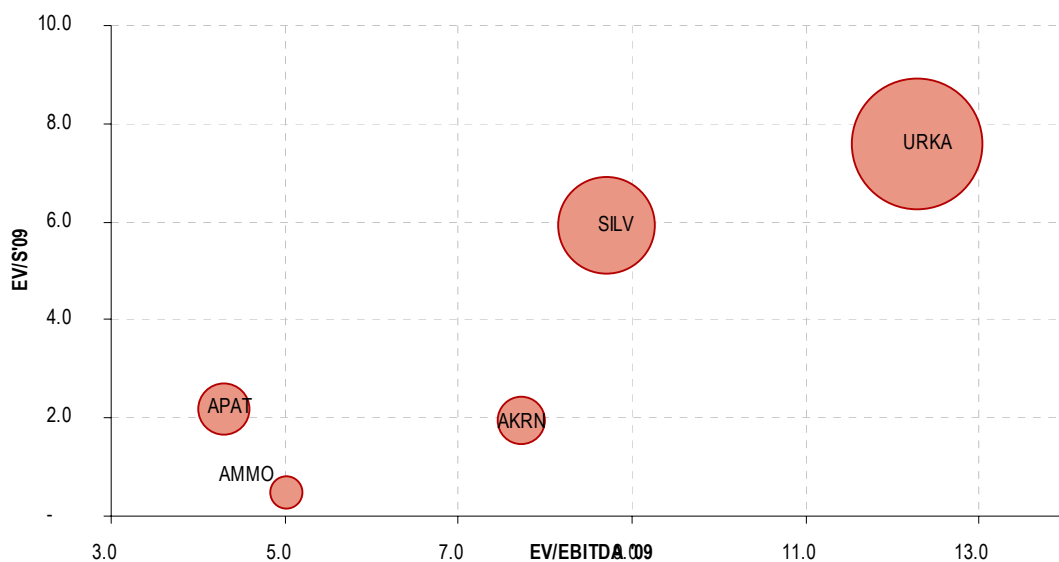
Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Впрочем, текущая рыночная оценка большинства компаний сектора уже и так закладывает весьма существенный рост спроса на их продукцию в ближайшее время для исторически все-таки весьма спокойного рынка. Конечно, в случае продолжения ралли в сельскохозяйственных товарах на рынке минеральных удобрений возможно повторение ситуации 2007-2008 г., когда потребители, наблюдая существенный рост цен, спешили закупить минеральные удобрения про запас, а мощностей для удовлетворения этого повышенного спроса катастрофически не хватало. Хотя, учитывая количество свободных мощностей в отрасли в настоящий момент и продолжающуюся реализацию новых проектов по их увеличению (проекты Еврохима, Potash Corp и Уралкалия в калийном секторе, проекты на Ближнем Востоке в азотном и фосфорном секторах), такой сценарий вовсе не кажется нам основным.

Ключевые рекомендации

На наш взгляд, привлекательной инвестицией в секторе остаются бумаги **Сильвинита**, торгующиеся со значительным дисконтом к акциям основного конкурента компании – Уралкалия. Финансовые и производственные показатели Сильвинита уже превышают показатели Уралкалия, и не факт, что ситуация поменяется в скором времени.

Оценка компаний сектора



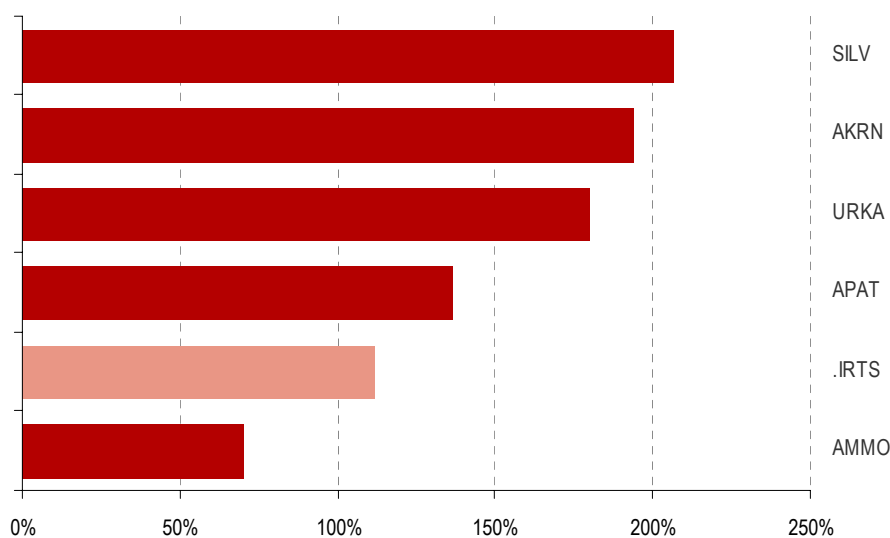
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

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

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Уралкалий



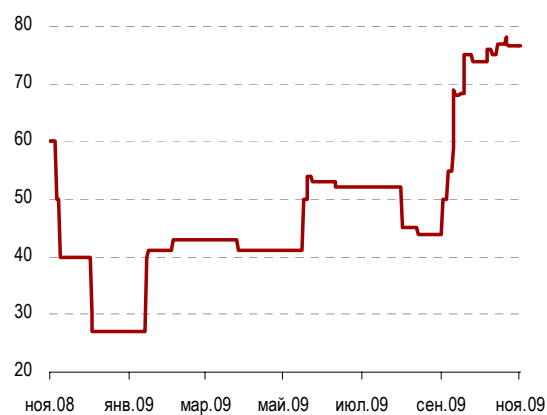
Сильвинит



Акрон



Аммофос



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Транспорт

Улучшение конъюнктуры

Главным сюрпризом октября стало реальное улучшение конъюнктуры транспортных рынков. В особенности это можно отнести к сектору авиаперевозок, где по итогам месяца темпы падения пассажиропотока к аналогичному уровню прошлого года достигли 5 % вместо 10 % месяцем ранее. Причем, сентябрь 2008 г. не являлся слабым месяцем – сильное падение рынка началось в октябре-ноябре. Соответственно, сказать, что в сентябре 2009 г. сработал эффект низкой базы, пока нельзя.

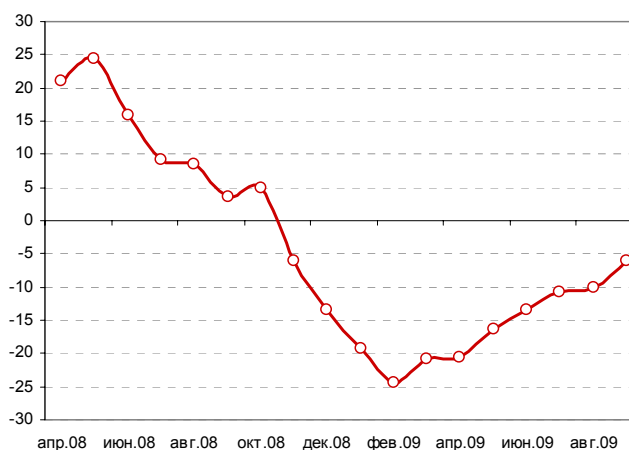
Несмотря на улучшение тенденций, отражаемых производственными и финансовыми результатами, в настоящее время большинство компаний сектора справедливо оценены рынком. В соответствии с нашими целевыми уровнями по акциям транспортных компаний на конец 2010 г., потенциал роста акций НМТП и Аэрофлота соответствует рекомендации «держать».

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Аэрофлот	AFLT	1.41	1 562	26.0	0.6	4.5	1.7	21%	держать
Сибирь	avsi	750	77	13.6	0.4	21.7	-		
Ютэйр	TMAT	0.29	165	69.2	0.6	22.2	-		
НМТП	NCSP	11.3	2 907	20.8	4.9	10.9	11.7	3%	держать

Основные тенденции

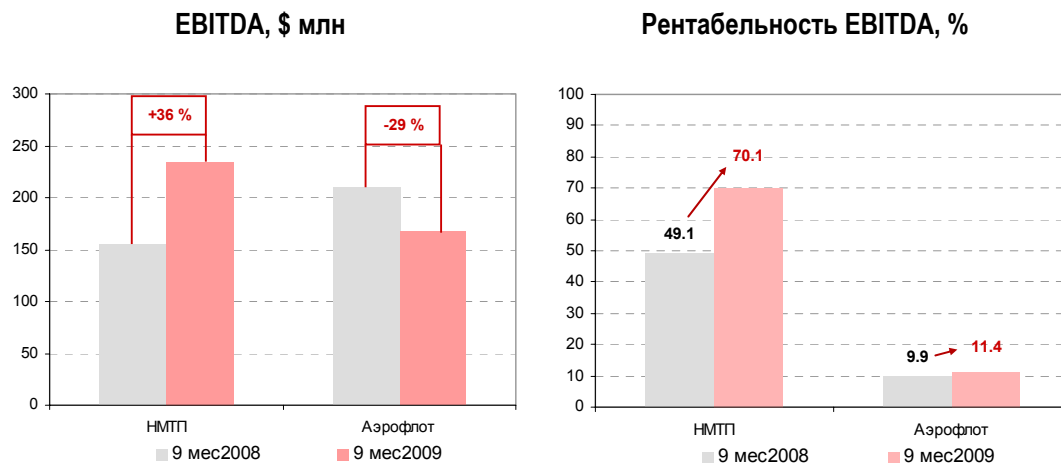
В октябре в транспортном секторе наблюдался сразу ряд позитивных тенденций: улучшение ситуации на рынке, а также сильные финансовые отчеты за полугодие. С точки зрения рыночной конъюнктуры цифры за сентябрь отразили реальное улучшение ситуации. В особенности это можно отнести к сектору авиаперевозок, где по итогам месяца темпы падения пассажиропотока к аналогичному уровню прошлого года достигли 5 % вместо 10 % месяцем ранее. Причем, сентябрь 2008 г. не являлся слабым месяцем – сильное падение рынка началось в октябре-ноябре. Соответственно, сказать, что в сентябре 2009 г. сработал эффект низкой базы, пока нельзя, и если позитивные тенденции будут подтверждены октябрьскими данными, то в целом за год снижение рынка может и не достигнуть прогнозируемые нами 10 %.

Динамика пассажиропотока российских авиакомпаний, % г-к-г



Источники: Росавиация, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Снижение экономической активности в 1-м полугодии было компенсировано падением цен на топливо в случае Аэрофлота и ростом перевалки высокомаржинальных грузов в случае с НМТП. В результате по итогам полугодия компании смогли показать рост рентабельности. С учетом восстановления рынков работы компаний, наблюдаемого во 2-й половине 2009 г., можно ожидать сильных данных и по итогам всего года.

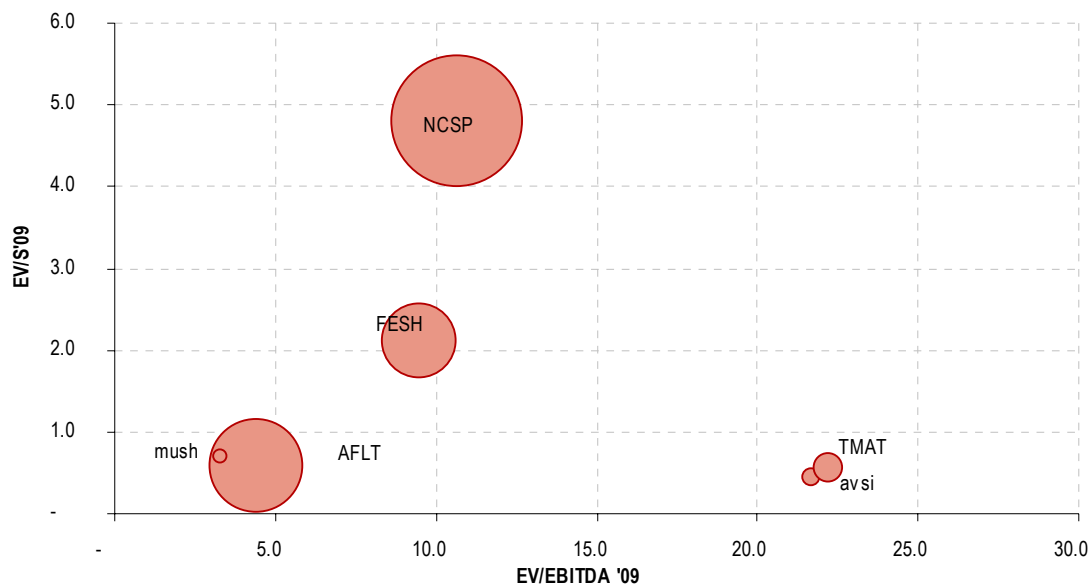


Источники: данные компаний, оценка Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

Несмотря на улучшение тенденций, отражаемых производственными и финансовыми результатами, в настоящее время большинство компаний сектора справедливо оценены рынком. В соответствии с нашими целевыми уровнями по акциям транспортных компаний на конец 2010 г., потенциал роста акций НМТП и Аэрофлота соответствует рекомендации «держать».

Оценка компаний сектора



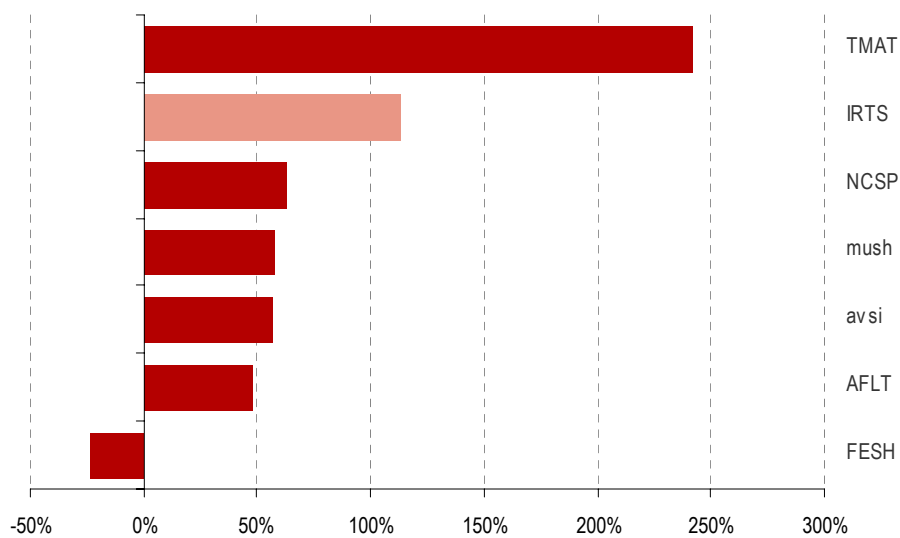
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Аэрофлот	4 614	3 677	4 102	583	482	495	56	60	120
Сибирь	1 486	1 070	1 230	30	21	49	2	6	17
Ютэйр	990	792	911	35	20	46	3	2	9
НМТП	654	667	774	376	300	374	96	140	200

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

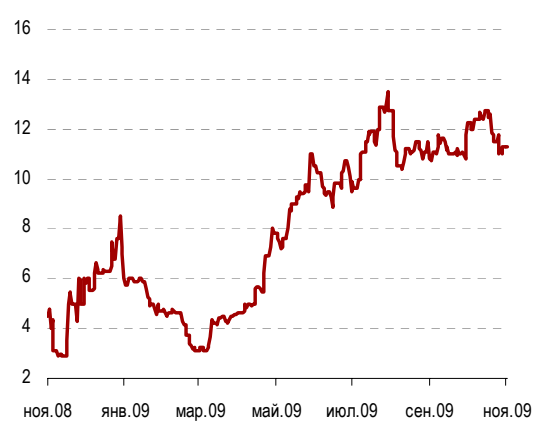
Аэрофлот



ЮТэйр



НМТП



Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru
Управление рынка акций
Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru
Нефть и газ

Коваленко Константин

Kovalenko_KI@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru
Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru
Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru
Банки, денежный рынок

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru
Потребсектор, телекоммуникации

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru
Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru
Управление долговых рынков

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@mmbank.ru

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

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

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