Стратегия
Июнь 2010

Лето обещает быть прохладным

СТРАТЕГИЯ – ИЮНЬ 2010

- Уверенное восстановление мировой экономики, наблюдавшееся на протяжении последнего года, сменяется периодом неустойчивого роста. Это неизбежно уменьшит и без того снизившийся в последнее время аппетит инвесторов к рискованным инвестициям.
- Российская экономика продемонстрировала ускорение в последние месяцы. Однако при дальнейшем ухудшении внешней конъюнктуры экономический рост в России может остановиться уже в 3 квартале, а в случае резкого изменения внешних факторов (падение цен на нефть ниже $ 60 за баррель), мы можем оказаться в состоянии рецессии.
- Ключевой глобальной характеристикой текущего момента является увеличение рисков. Кризис государственных финансов нарастает, и пока что ситуация в этой сфере только ухудшается. Риски растут, и это важный фактор, который может привести к переоценке фондовых активов в сторону снижения в ближайшие месяцы. Стоимость акций пока что поддерживается хорошей динамикой корпоративных прибылей, но и здесь тренды могут измениться в случае ухудшения общеэкономической ситуации и снижении цен на сырьё.
- Наша фундаментальная оценка индекса РТС на конец 2010 г. остается неизменной - 2 000 пунктов. В то же время впервые за последние полтора года мы всерьез рассматриваем возможность снижения наших targets. Дальнейшее нарастание рисков сделает downgrade российских акций неизбежным.
- В этой Стратегии мы внесли ряд изменений в наши топ-рекомендации. Мы исключаем из наших top picks бумаги металлургов, которые оказались пода давлением из-за снижения цен на металлы и неблагоприятной макроэкономической статистики из Китая. Скорее всего, какое-то время это давление будет сохраняться. Мы также исключаем акции НОВАТЭКа – несмотря на наше позитивное отношение к эмитенту, ситуация, когда акции компании торгуются на максимуме при общем падении рынка на 25 %, кажется нам неестественной. Мы рекомендуем искать инвестиционные идеи среди компаний, ориентированных на внутренний рынок, и возвращаем в top picks акции X5. Мы по-прежнему позитивно смотрим на электроэнергетику и увеличиваем представление данного сектора в top picks – помимо ОГК-3 мы добавляем акции РусГидро. Мы также рекомендуем обратить внимание на привилегированные акции Сургутнефтегаза, которые после коррекции выглядят достаточно привлекательно. Высокая дивидендная доходность этих бумаг служит определённой страховкой на случай дальнейшего падения рынка. Обновлённый список наших топ-рекомендаций следующий: Сбербанк, МТС, X5, Газпром, Лукойл, Сургутнефтегаз преф, РусГидро, ОГК-3.

Содержание

СТРАТЕГИЯ – ИЮНЬ 2010 2

ЭКОНОМИКА 10

Признаков ухудшения пока не видно

ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ 17

О сужении спрэдов говорить рано

РЫНОК АКЦИЙ 25

Коррекция №13

НЕФТЬ И ГАЗ 30

Фундаментальная привлекательность сохраняется

МЕТАЛЛУРГИЯ 37

Возможность для покупки?

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА 41

Новые правила

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ 47

Привлекательны как МРК, так и мобильные операторы

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР 53

Остается фундаментально сильным

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР 58

В борьбе за покупателя

МАШИНОСТРОЕНИЕ 63

Еще 10 млрд руб. на поддержку рынка

ТРАНСПОРТ 67

Не сбавляя темпов

МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ 70

Вокруг M&A

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ 73

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – июнь 2010

Лето обещает быть прохладным

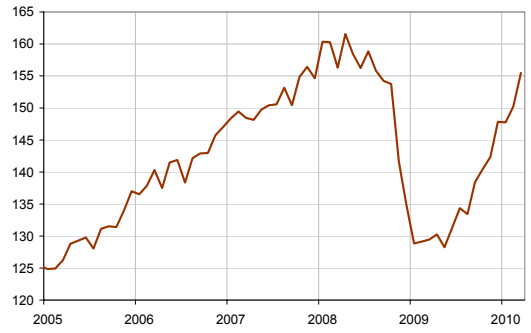
Мировая экономика: уверенное восстановление сменяется периодом неустойчивого роста

Уверенный подъем мировой экономики начался в середине прошлого года. В авангарде этого процесса выступили азиатские экономики (Китай, Индия, Южная Корея, Сингапур), которые перешли от спада к росту уже во 2-м квартале прошлого года. По-видимому, эти же экономики первыми начинают притормаживать – по крайней мере, в отношении Китая этот вывод становится все более очевидным (см. ниже).

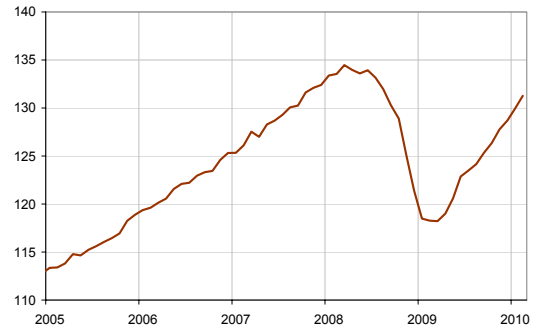
Первоначальный импульс восстановления оказался очень мощным. Если посмотреть на некоторые ключевые индикаторы мировой экономики (см. ниже), то нетрудно убедиться, что фактически реализовалась модель V-shape recovery. Действительно, мировому рынку стали потребовалось всего 16 месяцев, чтобы от дна подняться к докризисным максимумам и даже слегка их превысить. Быстрое восстановление продемонстрировала мировая торговля и, соответственно, транспортный сектор. Мировое автопроизводство, получившее щедрую господдержку, также находится сейчас на исторических максимумах.

Ключевые показатели мировой экономики уже весной 2010 г. приблизились к докризисным уровням

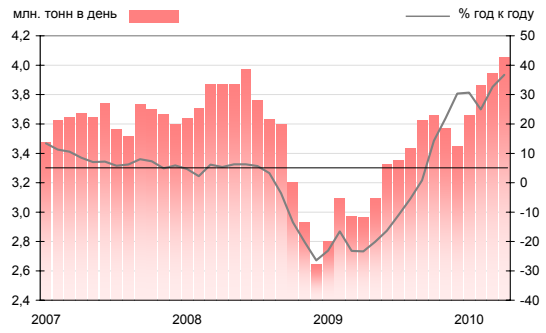
Индекс мировой торговли (100 – 2000 год)



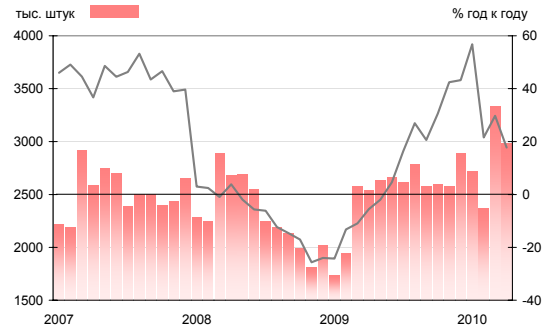
Индекс мирового промышленного производства (100 – 2000 год)



Мировое производство стали



Продажи легковых автомобилей на рынках США, Китая, Германии, Франции



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Пауза после столь бурного восстановления вполне естественна. Восстановление обеспечивается загрузкой освободившихся во время кризиса мощностей, но чтобы выйти на новые максимумы, требуются новые инвестиции. В условиях же сохраняющейся мировой нестабильности бизнес крайне осторожно подходит к новым проектам, фокусируясь преимущественно на повышении эффективности текущей деятельности. Так что мировой экономике, по-видимому, будет трудно в ближайшее время резко рвануть вверх с текущих уровней. Вдобавок непонятно, кто мог бы сыграть сейчас роль локомотива. Китай, спасший мир от глубокой и продолжительной рецессии, вступает в полосу замедления экономического роста – сколь длительным и глубоким окажется это

замедление, сказать невозможно. Американская экономика в последние месяцы начала вроде бы показывать всё более обнадеживающую динамику, однако, мы опасаемся, что столь стремительное укрепление доллара поставит крест на наметившемся улучшении. Европа, которая, безусловно, выигрывает от слабого евро, озабочена сокращением государственных расходов, и эта политика явно не способствует ускорению экономического роста.

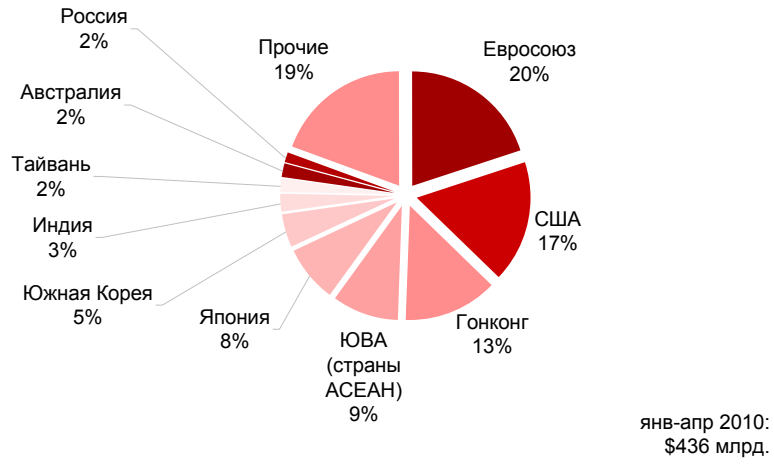
Возвращение мировой экономики в состояние рецессии пока представить трудно. Более вероятным в перспективе следующих 6-12 месяцев нам видится сценарий замедления.

Китай: замедление становится очевидным

Индекс доллара (стоимость доллара по отношению к 6 валютам основных торговых партнеров США) вырос за последние полгода на 16 %. Соответственно, на эту же величину по отношению к тем же валютам укрепился и юань. Структура китайского экспорта за последние годы стала достаточно диверсифицированной, доля США снизилась (еще несколько лет назад на США приходилось 20-22 % экспорта из Китая, сейчас – 17 %), и зависимость китайской экономики от экспорта в США заметно ослабла.

Резкое укрепление доллара – однозначно негативный фактор для китайской экономики, так как снижает конкурентоспособность китайских товаров на мировых рынках, находящихся вне долларовой зоны. По нашим оценкам, на такие рынки приходится чуть менее половины китайского экспорта.

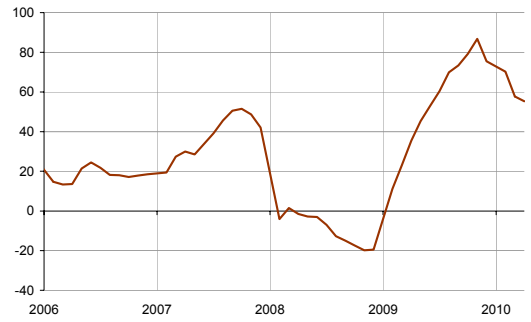
Структура китайского экспорта



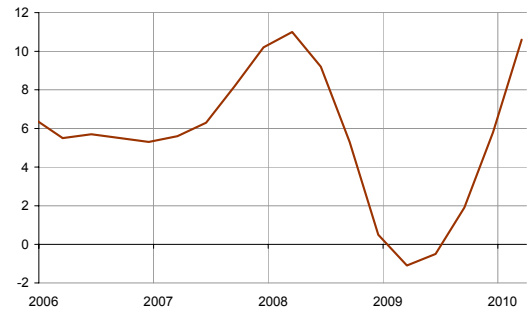
Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Другим важным фактором замедления китайской экономики являются целенаправленные усилия китайских властей по охлаждению рынка недвижимости. На сегодняшний день это один из наиболее очевидных пузырей в мировой экономике, и совершенно не понятно, удастся ли его плавно сдуть без серьезного ущерба для экономики Китая. Пока видно, что рынки с большой тревогой оценивают происходящее – так, акции китайских девелоперов подешевели с июля прошлого года вдвое, а индекс Shanghai Composite упал с начала года более чем на 20 %. При этом инфляция в Китае продолжает ускоряться, что может вынудить монетарные власти продолжить ужесточение кредитно-денежной политики.

Динамика продаж жилой недвижимости в Китае, % год к году



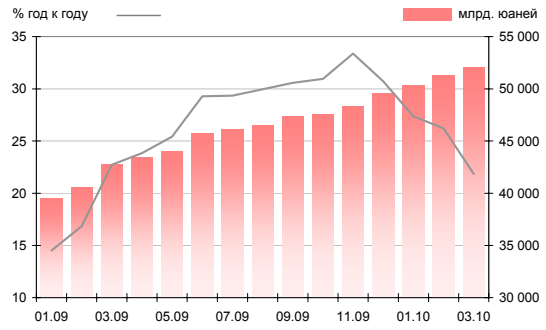
Цены на жилье в Китае, % год к году



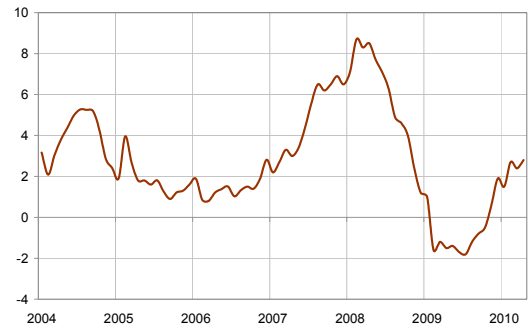
Shanghai Composite

Shanghai Composite: Property

Кредитный портфель китайских банков



Инфляция в Китае, % год к году



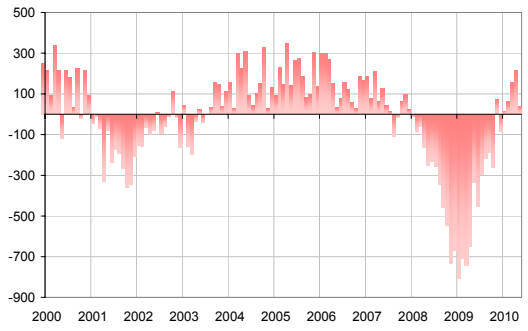
Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

На наш взгляд, ситуация в экономике Китае является на сегодняшний день одним из ключевых глобальных рисков, причем в полной мере эти риски еще не проявились.

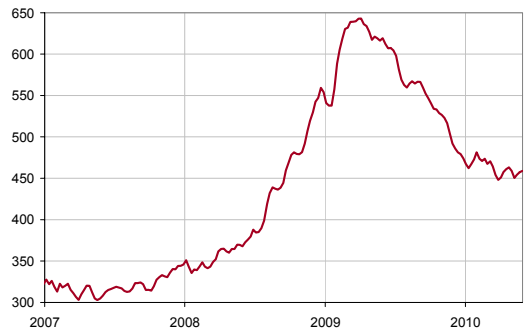
США: неоднозначная картина

Ситуация в экономике США остается достаточно противоречивой. Несмотря на неплохие темпы экономического роста, мы пока не видим качественного улучшения на рынке труда, более того, ряд индикаторов (например, динамика заявок на пособие по безработице, см. ниже) показывают, что положительные тренды в этом году замедлились. Бурный рост числа новых рабочих мест, зафиксированный в мае, не должен вводить в заблуждение: эти цифры были обусловлены исключительно созданием временных рабочих мест в госсекторе для осуществления переписи населения, в то время как частный сектор после небольшого оживления резко сократил темпы открытия новых вакансий – в мае американскими компаниями было создано лишь 41 тыс. новых рабочих мест (218 тыс. в апреле, 158 тыс. в марте).

Новые рабочие места, созданные частным сектором, тыс. в месяц



Количество обращений за пособиями по безработице в США, тыс. в неделю

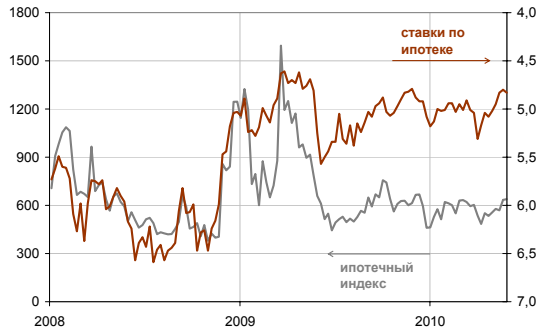


Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

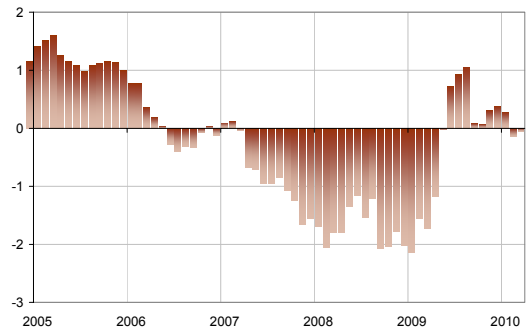
Помимо рынка труда тревогу по-прежнему вызывает ситуация в жилищной сфере. Индекс S&P Case/Shiller-20, характеризующий динамику цен на жилье в 20 американских штатах, снижается два месяца подряд, хотя темпы этого снижения пока невелики (см. график). В целом ценовой тренд на рынке жилья неопределенный, и совершенно нельзя исключать сценарий двойного дна.

Весьма показателен график, характеризующий ситуацию на ипотечном рынке: несмотря на рекордно низкие ставки по ипотечным кредитам, спрос на них остается крайне невысоким.

Ставки по 30-летним ипотечным кредитам и ипотечный индекс (характеризует спрос на новые кредиты и рефинансирование)



Динамика цен на жилье – S&P Case/Shiller-20, % месяц к месяцу с учетом сезонной корректировки



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Дополнительным негативным фактором для экономики США может стать чрезмерно быстрое укрепление доллара. В целом сильный доллар полезен Америке, поскольку позволяет сдерживать рост ставок, который, казалось бы, неизбежен в условиях гигантского бюджетного дефицита (на фоне европейских проблем treasuries вновь обретают статус safe-haven). Однако с другой стороны, столь быстрое и масштабное укрепление доллара неизбежно нанесет удар по экспортерам, что чревато общим замедлением экономического роста в США.

Осторожность не помешает

Нам всё меньше и меньше нравится складывающаяся фундаментальная картина. Анализ макроэкономической статистики убеждает нас в том, что от периода бурного восстановления мировая экономика переходит к фазе неустойчивого роста. Сейчас этот вывод не совсем очевиден, но мы ждем, что в ближайшие месяцы об ослаблении импульса экономического восстановления начнут говорить всё чаще и громче. Это неизбежно уменьшит и без того снизившийся в последнее время аппетит инвесторов к рискованным инвестициям.

В целом нынешняя ситуация на мировых рынках начинает всё больше напоминать нам первую половину 2008 г. Тогда кризис subprime бушевал уже во всю и собирал первые жертвы, фундаментальная картина уверенно ухудшалась, но фондовые рынки под валом дешевой ликвидности пытались штурмовать исторические максимумы. Сейчас, если кто-то еще не понял,

мы также находимся в кризисе, эпицентром которого являются долги европейских правительств. Совершенно непонятно, как экономика будет выплывать из этого кризиса. Очевидно, что при наблюдаемых темпах роста европейских экономик долговая проблема сама собой не рассосется – долги необходимо будет либо обесценивать (плавная девальвация долга за счет увеличения инфляционных показателей трудно реализуема, так как вызовет резкий рост процентных ставок), либо реструктурировать (более вероятный сценарий, но чреватый новыми потрясениями на финансовых рынках), либо резко сокращать бюджетные расходы (по такому пути пытаются сейчас идти европейские страны, но путь этот может привести к рецессии, и интересно, что тогда станут делать правительства, особенно в преддверии выборов). Очень похоже, что основным драйвером, который в этих условиях двигает фондовые рынки наверх и не дает им упасть, является, как и в 2008 г., всё та же фактически бесплатная и по-прежнему широко доступная краткосрочная ликвидность (напомним, что в мае ЕЦБ начал выкуп облигаций, а ФРС снизил ставки по своп-операциям с европейскими банками).

Мы оцениваем ситуацию в мировой экономике и на финансовых рынках как очень непростую. Для нас очевидно, что риски увеличиваются, и это важный фактор, который может привести к переоценке фондовых активов в сторону снижения в ближайшие месяцы. Наша цель по индексу РТС пока неизменна (2000 пунктов), но сейчас, впервые за последние полтора года, мы всерьез задумались о снижении наших targets.

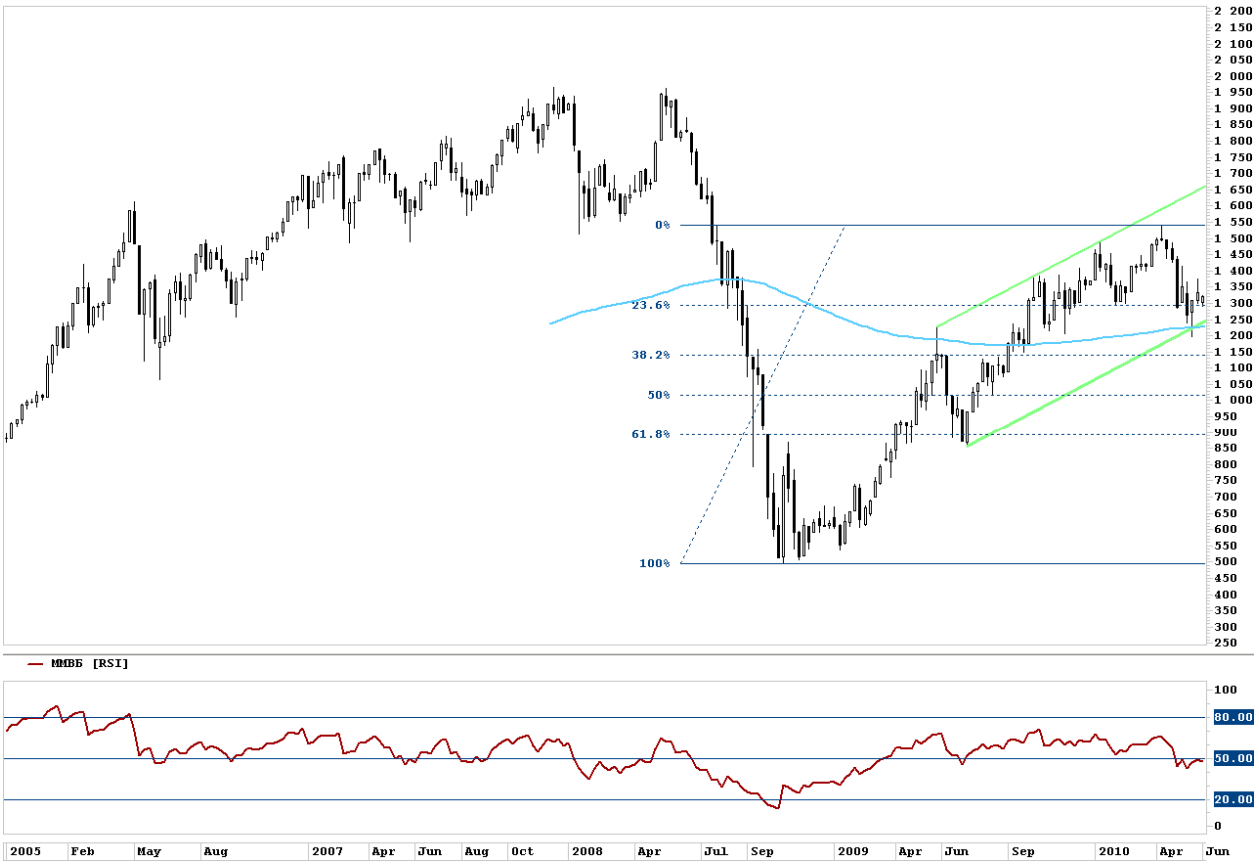
Взглянем на графики

Пробив 20 мая важный уровень поддержки (1 300 пунктов), индекс ММВБ устремился вниз, но неожиданно развернулся, едва достигнув следующей круглой отметки – 1 200. Таким образом, размер коррекции от максимума, достигнутого 15 апреля, составил всего лишь 22 %. По среднеисторическим меркам – маловато. Тем более скромно данная коррекция смотрится после трехкратного роста в предыдущий год.

На дневных графиках техническая картина на сегодняшний день выглядит неопределенной. Индекс торгуется в районе 200-дневной скользящей средней, при этом сама средняя приняла строго горизонтальный характер (т. е. выраженного тренда ни вверх, ни вниз нет). Формально о начале «медвежьего рынка» говорить еще рано, хотя индекс RSI, находящийся чуть ниже отметки 50 и на дневных, и на недельных графиках, является серьезным «медвежьим» сигналом.

Мы по-прежнему рассматриваем уровень 1 300 пунктов как важную техническую поддержку. Если индекс закрепится ниже данной отметки, это станет сигналом развития нисходящего тренда с ближайшей целью в районе 1 100 пунктов. При нарастании панических настроений на рынках падение до уровня 850 пунктов не кажется нам чем-то из ряда вон выходящим, хотя с фундаментальной точки зрения о таком сценарии говорить еще рано – текущая макроэкономическая картина выглядит в целом неплохо (см. выше).

Индекс ММВБ - weekly



Индекс ММВБ – daily

Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

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

Экономика

Признаков ухудшения пока не видно

Мировые рынки остаются в полосе шторма. В отдельных мировых экономиках всё более очевидным становится замедление. Цены на сырье снизились и продолжают оставаться под давлением. Кредитные риски увеличиваются.

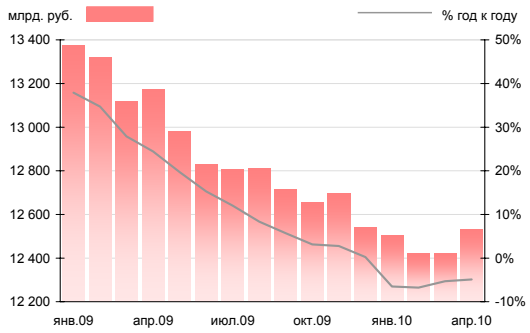
На этом фоне российская экономика демонстрирует ускорение и не дает пока больших поводов для беспокойства. Ситуация, как всегда, может резко измениться при дальнейшем снижении цен на нефть и металлы.

Месяц назад мы отмечали, что начавшаяся дестабилизация финансовых рынков угрожает восстановлению российской экономики. Пока мы с удовлетворением можем констатировать, что очевидных признаков ухудшения экономической ситуации не видно. Скорее наоборот, есть все основания утверждать, что новая волна подъема, начавшаяся в экономике России в марте-апреле, в мае получила продолжение.

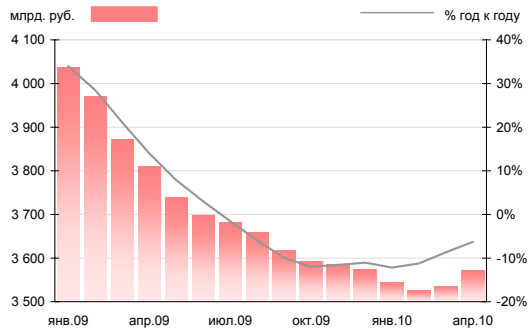
В первую очередь мы обращаем внимание на разворот тенденций на кредитном рынке. Сейчас нет уже никаких сомнений в том, что кредитный портфель банков, сокращавшийся на протяжении всего прошлого года, вновь начал расти: в марте кредиты физлицам выросли на 0.3 %, корпоративный портфель не изменился; в апреле эти показатели составили уже 0.9 и 1.0 % соответственно, а в мае, по предварительным оценкам ЦБ, рост кредитного портфеля равнялся уже 2.6 % (без учета Сбербанка). Ускорение налицо! На наш взгляд, это отражает возрастающий оптимизм населения и бизнеса – и те, и другие начинают охотнее тратить деньги, создавая внутренний спрос.

Банковские кредиты: тренд развернулся!

Корпоративные кредиты



Розничные кредиты



Источники: ЦБ РФ, Аналитический департамент Банка Москвы

Удивительным итогом мая является зафиксированный Центробанком небольшой приток капитала – ЦБ оценил его на уровне марта-апреля, т. е. порядка $ 3-4 млрд. Ряд экспертов даже заявили о том, что подобный приток капитала в РФ в условиях нестабильности мировых рынков свидетельствует о защитном статусе российской экономики. Это мы уже в 2008 г. проходили! Мы не рассматриваем всерьез подобные теории. Действительно, в моменте российские госфинансы выглядят впечатляюще по сравнению с большинством европейских экономик, но не надо себя обманывать: мы все прекрасно понимаем, насколько хрупким является это бюджетное благополучие, и как радикально начнет меняться экономическая ситуация в России при более низких ценах на нефть. Мы рассматриваем в качестве точки бифуркации уровень $ 60 за баррель Urals – если цены пойдут ниже, то отток капитала, рост процентных ставок и 20%-ная девальвации рубля будут неизбежными.

В настоящий момент у нас складывается впечатление, что российская экономика на фоне ухудшения общемировой конъюнктуры растет скорее по инерции. Вряд ли это может продолжаться долго. Скорее всего, в случае дальнейшего ухудшения ситуации в мире российская экономика уже в 3-м квартале вновь начнет притормаживать, а при резком изменении внешних факторов (падении цен на нефть ниже $ 60 за баррель) мы можем оказаться в состоянии рецессии.

Макропрогнозы Правительства: здоровый консерватизм

В начале июня Правительство утвердило официальный макропрогноз на период до 2013 г. Именно эти цифры лягут в основу бюджетных расчетов.

Мы оцениваем прогнозы Правительства как достаточно консервативные, полагая, что рост ВВП будет немного выше за счет более высоких темпов роста в промышленности и розничной торговле. Излишне оптимистичными мы считаем инфляционные прогнозы Правительства (мы понимаем, что данные прогнозы имеют целью еще и формирование инфляционных ожиданий). С учетом тенденций, складывающихся в монетарной сфере, мы видим высоковероятным ускорение инфляции в следующем году до 8-9 %.

Официальные макропрогнозы

	2010	2011	2012	2013
Urals, $ за баррель	75.0	75.0	78.0	79.0
Доллар/рубль (среднегодовой)	29.0	29.3	28.4	27.9
Инфляция (ИПЦ)	6 - 7	5.5 - 6.5	5 - 6	4.5-5.5
ВВП реальный	4.0	3.4	3.5	4.2
Инвестиции	2.9	8.8	6.3	8.1
Промышленность	2.7	3.2	3.1	4.2
Розничная торговля	4.4	4.5	4.8	6.3
Реальная зарплата	3.6	2.5	2.4	3.1
Торговый баланс, $ млрд	135.9	110.1	98.4	78.1
Экспорт, $ млрд	373.4	383.8	402.9	416.8
Импорт, $ млрд	237.5	273.7	304.5	338.7

Источники: по сообщениям СМИ

Наши собственные прогнозы остаются неизменными. При этом мы вновь подчеркиваем, что продолжающееся ухудшение конъюнктуры мировых рынков представляет серьезную угрозу для роста российской экономики. Не исключено, что нам придется корректировать макропрогнозы в сторону снижения.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2005	2006	2007	2008	2009	Янв.-май 2010	2010 П	2011 П	2012 П
РЫНОК НЕФТИ									
Urals, $/баррель									
среднегодовой	50.2	60.9	69.4	93.8	60.8	76.2	77.5	82.5	85.0
на конец года	54.4	55.1	91.6	34.8	77.2	72.3	80.0	85.0	85.0
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, $/унция									
среднегодовой	445	605	698	872	974	1 137	1 150	1 150	1 150
на конец года	517	637	839	882	1 097	1 216	1 150	1 150	1 150
Никель, $/тонна									
среднегодовой	14 788	24 160	35 838	21 253	14 757	21 720	22 500	23 000	23 500
на конец года	13 372	34 025	27 200	11 700	18 525	21 350	22 750	23 250	23 750
Медь, $/тонна									
среднегодовой	3 680	6 736	7 009	6 879	5 193	7 302	7 500	7 550	7 600
на конец года	4 542	6 308	6 755	3 070	7 375	6 939	7 525	7 575	7 625
Алюминий, $/тонна									
среднегодовой	1 906	2 595	2 661	2 620	1 705	2 206	2 350	2 425	2 500
на конец года	2 277	2 803	2 410	1 540	2 230	2 043	2 400	2 450	2 550
Цинк, $/тонна									
среднегодовой	1 400	3 250	3 234	1 902	1 688	2 269	2 350	2 400	2 500
на конец года	1 909	4 230	2 430	1 208	2 560	1 936	2 400	2 450	2 550
Угольный концентрат, $/тонна									
среднегодовой	75	56	73	171	60	121	125	135	140
на конец года	50	64	90	68	88	137	130	140	145
Сталь (LME), $/тонна									
среднегодовой					361	489	520	585	630
на конец года				380	410	453	550	600	650
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.24	1.26	1.37	1.47	1.39	1.35	1.35	1.38	1.42
на конец года	1.18	1.32	1.46	1.40	1.43	1.23	1.35	1.40	1.45
Доллар/рубль									
среднегодовой	28.31	27.14	25.55	24.87	31.77	29.81	29.00	27.50	26.00
на конец года	28.78	26.33	24.55	29.38	30.24	30.50	28.50	26.50	25.50
Евро/рубль									
среднегодовой	35.16	34.11	35.03	36.45	44.20	40.19	39.25	38.00	37.00
на конец года	34.19	34.70	35.93	41.44	43.39	37.63	38.50	37.00	37.00
Бивалютная корзина ($–0,55; €–0,45)									
среднегодовой	31.39	30.28	29.82	30.08	37.36	34.48	33.61	32.23	30.95
на конец года	31.21	30.10	29.67	34.81	36.16	33.71	33.00	31.23	30.68
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ									
FED Funds rate	4.25	5.25	4.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	1.25	3.25	4.00
UST 10									
среднегодовой, % годовых	4.28	4.79	4.63	3.65	3.25	3.67	4.00	4.50	4.50
на конец года, % годовых	4.39	4.70	4.03	2.22	3.84	3.30	4.25	4.50	4.50
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой, % годовых	5.96	5.93	5.80	6.78	7.42	5.24	5.25	5.50	5.50
на конец года, % годовых	5.55	5.66	5.53	9.98	5.40	5.57	5.25	5.50	5.50
спрэд к UST-10, б. п.	115	95	150	775	156	227	100	100	100
Портфель ГКО / ОФЗ									
среднегодовой, % годовых	7.68	6.80	6.59	7.47	10.11	7.68	7.25	7.00	6.50
на конец года, % годовых	6.78	6.57	6.53	9.11	8.64	7.42	7.00	7.00	6.50
Ставка рефинансирования, % годовых	12.00	11.00	10.00	13.00	8.75	7.75	7.75	7.75	7.50
Мин. ставка прямого РЕПО, % годовых				9.00	6.00	5.00	5.00	5.00	4.75
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	1 126	1 922	2 291	632	1 445	1 386	2 000	-	-
Изменение за год, %	83.4	70.7	19.2	-72.4	128.6	-4.1	38.4	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2005	2006	2007	2008	2009	Янв.-апр. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
ВВП									
реальный, % год к году	6.4	7.7	8.1	5.6	-7.9	3.5	7.0	5.5	5.6
индекс-дефлятор, % год к году	19.2	15.5	13.8	18.0	2.3	-	12.5	11.5	11.0
номинальный, млрд руб.	21 625	26 903	33 258	41 445	39 064	13 150	46 681	54 617	63 683
% год к году	26.8	24.4	23.6	24.6	-5.7	14.5	19.5	17.0	16.6
номинальный, $ млрд	764	991	1 302	1 666	1 230	441	1 610	1 986	2 449
% год к году	29.1	29.8	31.3	28.0	-26.2	32.0	30.9	23.4	23.3
на душу населения, $ тыс.	5.4	7.0	9.2	11.7	8.7	3.1	11.3	14.0	17.3
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	5.1	6.3	6.3	2.1	-10.8	6.9	8.0	5.0	4.6
обрабатывающая промышленность	7.6	8.3	9.5	3.2	-16.0	8.3	11.5	7.0	6.5
добыча полезных ископаемых	1.4	2.5	1.9	0.2	-1.2	6.3	3.0	2.0	2.0
производство электроэнергии, воды и газа	0.9	4.9	-0.2	1.4	-4.8	6.0	2.0	2.2	1.5
Добыча нефти									
% год к году	2.5	2.2	2.3	-0.7	1.3	3.0	1.3	1.6	0.5
млн т	470	480	491	488	494	165	501	509	511
млн баррелей в сутки	9.44	9.65	9.87	9.78	9.93	10.10	10.05	10.22	10.24
Добыча газа									
% год к году	1.1	2.4	-0.5	1.8	-12.4	20.4	6.3	3.2	2.2
млрд куб. м	641	656	653	665	582	238	619	639	653
млн б. н. э. в сутки	10.33	10.58	10.53	10.69	9.39	11.67	9.98	10.30	10.50
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	12.8	14.1	16.1	13.5	-4.9	2.0	6.5	10.5	12.0
млрд руб.	7 042	8 712	10 869	13 920	14 603	4 881	16 574	19 391	23 173
% год к году	24.8	23.7	24.8	28.1	4.9	9.1	13.5	17.0	19.5
% к ВВП	32.6	32.4	32.7	33.6	37.4	37.1	35.5	35.5	36.4
Инвестиции в основной капитал									
индекс физического объема, % год к году	10.9	16.7	22.7	9.9	-16.2	-2.3	4.0	14.0	16.0
млрд руб.	3 611	4 730	6 716	8 782	7 930	1 784	9 199	11 499	14 891
% год к году	26.0	31.0	42.0	30.8	-9.7	4.2	16.0	25.0	29.5
% к ВВП	16.7	17.6	20.2	21.2	20.3	13.6	19.7	21.1	23.4
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году в реальном выражении	13.2	18.1	18.2	12.8	-16.0	-6.2	2.0	9.5	12.0
млрд руб.	1 754	2 351	3 293	4 528	3 869	876	4 411	5 315	6 670
% год к году в ном. выражении	33.6	34.0	40.1	37.5	-14.6	-5.3	14.0	20.5	25.5
% к ВВП	8.1	8.7	9.9	10.9	9.9	6.7	9.4	9.7	10.5
жилищное строительство									
введено жилья, тыс. штук квартир	515	609	721	768	701	150	660	665	700
введено жилья, млн кв. м	43.6	50.6	61.0	64.1	59.8	13.4	56.2	56.7	59.6
% год к году	6.1	16.1	20.6	4.6	-6.7	-2.4	-6.0	1.0	5.0
средний размер квартиры, кв. м	84.6	83.0	84.6	83.5	85.2	89.3	85.1	85.3	85.1
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.31	0.36	0.43	0.45	0.42	0.09	0.40	0.40	0.42
Сельское хозяйство									
% год к году	2.3	3.6	3.4	10.8	1.2	3.6	3.0	3.0	2.5
Грузооборот транспорта									
млрд т-км	4 675	4 800	4 915	4 948	4 445	1 560	4 912	5 084	5 247
% год к году	2.6	2.7	2.4	0.7	-10.2	12.4	10.5	3.5	3.2

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2005	2006	2007	2008	2009	Янв.-апр. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
Денежные доходы на душу населения									
рублей в месяц	8 112	10 196	12 603	14 939	16 887	16 645	18 744	20 993	24 667
% год к году	26.5	25.7	23.6	18.5	13.0	12.8	11.0	12.0	17.5
Реальные располагаемые денежные доходы населения									
% год к году	12.4	13.5	12.1	1.9	2.3	6.5	5.0	5.5	10.0
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц			12 106	14 878	16 851	16 615	18 468	20 777	24 309
% год к году				22.9	13.3	8.8	9.6	12.5	17.0
Превышение доходов над расходами			3.9	0.4	0.2	0.2	1.5	1.0	1.5
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	8 555	10 634	13 593	17 290	18 795	19 710	20 768	23 261	27 448
% год к году	26.9	24.3	27.8	27.2	8.5	11.0	10.5	12.0	18.0
среднегодовая, $ в месяц	302	392	532	695	592	665	716	846	1 056
% год к году	29.2	29.7	35.8	30.7	-14.9	28.9	21.0	18.1	24.8
Реальная заработная плата									
% год к году	12.6	13.3	17.2	11.5	-2.8	3.8	3.5	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	23	-36	-25	-50	-50
экономически активное население, млн ч.	73.8	74.2	75.1	75.9	75.4	75.0	75.5	75.2	75.0
безработные на конец года, млн ч.	5.66	5.13	4.60	5.80	6.17	6.14	5.70	5.20	4.60
безработица на конец года, %	7.7	6.9	6.1	7.6	8.2	8.2	7.5	6.9	6.1
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн ч.	1.83	1.74	1.55	1.52	2.15	2.15	2.00	1.80	1.60
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.5	2.3	2.1	2.0	2.8	2.9	2.6	2.4	2.1

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2005	2006	2007	2008	2009	Янв.-апр. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
Денежная масса									
М2, млрд руб.	6 045	8 996	13 272	13 493	15 698	16 435	19 167	23 058	27 370
% год к году	38.5	48.8	47.5	1.7	16.3	33.2	22.1	20.3	18.7
% к ВВП	28.0	33.4	39.9	32.6	40.2	-	41.1	42.2	43.0
М0, млрд руб.	2 009	2 785	3 702	3 795	4 038	4 181	4 737	5 438	6 139
% год к году	30.9	38.6	32.9	2.5	6.4	22.6	17.3	14.8	12.9
доля в М2, %	33.2	31.0	27.9	28.1	25.7	25.4	24.7	23.6	22.4
% к ВВП	9.3	10.4	11.1	9.2	10.3	-	10.1	10.0	9.6
Инфляция									
Индекс потребительских цен, % дек. к дек.	10.9	9.0	11.9	13.3	8.8	6.0	5.5	7.0	8.2
% среднегодовой	12.5	9.8	9.1	14.1	11.8	9.6	7.0	6.5	7.5
Индекс цен производителей, % дек. к дек.	13.4	10.4	25.1	-7.0	13.9	17.9	12.0	8.0	10.0
% среднегодовой	20.7	12.4	14.2	21.4	-7.2	0.6	13.5	10.0	9.0
Золотовалютные резервы									
Прирост с начала года, $ млрд	58	122	175	-52	13	22	109	124	132
На конец года, $ млрд	182	304	479	426	439	461	549	673	805
% к ВВП	23.9	30.6	36.8	25.6	35.7	-	34.1	33.9	32.8
Монетарный курс рубля к доллару									
М2 к ЗВР	33.2	29.6	27.7	31.6	35.8	35.7	35.0	34.3	34.0
по отношению к фактическому курсу	4.4	3.3	3.2	2.2	5.5	6.4	6.5	7.8	8.5

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, млрд руб.	2005	2006	2007	2008	2009	Янв.-апр. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
Активы	9 696	13 963	20 125	28 022	29 430	29 566	34 786	42 091	50 510
% год к году	36.6	44.0	44.1	39.2	5.0	5.4	18.2	21.0	20.0
% к ВВП	44.8	51.9	60.5	67.6	75.3	-	74.5	77.1	79.3
Собственный капитал	1 242	1 693	2 671	3 811	4 621	4 597	5 452	6 406	7 464
% год к году	31.2	36.3	57.8	42.7	21.2	9.6	18.0	17.5	16.5
% к ВВП	5.7	6.3	8.0	9.2	11.8	-	11.7	11.7	11.7
% к активам	12.8	12.1	13.3	13.6	15.7	15.5	15.7	15.2	14.8
Депозиты населения	2 761	3 810	5 159	5 907	7 485	8 037	9 094	11 095	13 480
% год к году	39.4	38.0	35.4	14.5	26.7	27.7	21.5	22.0	21.5
% к ВВП	12.8	14.2	15.5	14.3	19.2	-	19.5	20.3	21.2
% к пассивам	28.5	27.3	25.6	21.1	25.4	27.2	26.1	26.4	26.7
Кредиты населению	1 056	1 883	2 971	4 017	3 574	3 572	4 021	4 865	5 838
% год к году	96.2	78.3	57.8	35.2	-11.0	-6.3	12.5	21.0	20.0
% к активам	10.9	13.5	14.8	14.3	12.1	12.1	11.6	11.6	11.6
% к депозитам населения	38.2	49.4	57.6	68.0	47.7	44.4	44.2	43.8	43.3
Просроченная задолженность	20	51	97	149	243	265	289	321	362
% к портфелю	1.9	2.7	3.2	3.7	6.8	7.4	7.2	6.6	6.2
Депозиты юридических лиц	1 271	2 147	3 520	4 945	5 467	5 485	6 423	7 708	9 172
% год к году	67.7	68.9	64.0	40.5	10.5	8.4	17.5	20.0	19.0
% к пассивам	13.1	15.4	17.5	17.6	18.6	18.6	18.5	18.3	18.2
Кредиты предприятиям	4 397	6 148	9 316	12 510	12 542	12 532	14 611	17 884	21 640
% год к году	31.3	39.8	51.5	34.3	0.3	-4.9	16.5	22.4	21.0
% к активам	45.3	44.0	46.3	44.6	42.6	42.4	42.0	42.5	42.8
Просроченная задолженность	56	70	86	266	763	797	994	1 145	1 298
% к портфелю	1.3	1.1	0.9	2.1	6.1	6.4	6.8	6.4	6.0
Просроченная задолженность по кредитам	76	121	183	415	1 006	1 062	1 283	1 466	1 660
% к кредитному портфелю	1.4	1.5	1.5	2.5	6.2	6.6	6.9	6.4	6.0
Резервы на возможные потери по кредитам	295	403	532	899	1 821	1 911	2 117	2 345	2 657
% к кредитному портфелю	5.4	5.0	4.3	5.4	11.3	11.9	11.4	10.3	9.7
% к просроченной задолженности	389	333	291	217	181	180	165	160	160
Прибыль	262	372	508	409	205	164	1 194	1 632	1 877
ROAA	3.1	3.1	3.0	1.7	0.7	1.7	3.7	4.2	4.1
ROAE	24.0	25.3	23.3	12.6	4.9	10.7	23.7	27.5	27.1

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2005	2006	2007	2008	2009	Янв.-апр. 2010	2010 П	2011 П	2012 П
Доходы, млрд руб.	5 125	6 279	7 765	9 258	7 337	2 618	8 890	9 980	10 900
% год к году	49.5	22.5	23.7	19.2	-20.8	17.9	21.2	12.3	9.2
% к ВВП	23.7	23.3	23.3	22.3	18.8	19.9	19.0	18.3	17.1
нефтегазовые доходы				4 389	2 984	1 149	3 900	4 180	4 200
% год к году					-32.0	69.6	30.7	7.2	0.5
% к ВВП				10.6	7.6	8.7	8.4	7.7	6.6
% к доходам				47.4	40.7	43.9	43.9	41.9	38.5
не нефтегазовые доходы				4 869	4 353	1 469	4 990	5 800	6 700
% год к году					-10.6	-4.8	14.6	16.2	15.5
% к ВВП				11.7	11.1	11.2	10.7	10.6	10.5
% к доходам				52.6	59.3	56.1	56.1	58.1	61.5
Расходы, млрд руб.	3 512	4 285	5 982	7 561	9 637	3 063	9 700	9 800	10 250
% год к году	30.1	22.0	39.6	26.4	27.5	19.0	0.7	1.0	4.6
% к ВВП	16.2	15.9	18.0	18.2	24.7	23.3	20.8	17.9	16.1
Профицит, млрд руб.	1 613	1 994	1 782	1 697	-2 300	-445	-810	180	650
% к ВВП	7.5	7.4	5.4	4.1	-5.9	-3.4	-1.7	0.3	1.0
Резервный фонд *									
млрд руб.				4 028	1 831	1 189	981	1 113	1 740
$ млрд				137	61	41	34	42	68
% к ВВП				9.7	4.7	2.5	2.1	2.1	2.8
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.				2 584	2 769	2 602	2 688	2 574	2 551
$ млрд				88	92	89	94	97	100
% к ВВП				6.2	7.1	5.6	5.8	4.7	4.0

* - до 2008 г. – Стабилизационный фонд

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, $ млрд	2005	2006	2007	2008	2009	Янв.-март 2010	2010 П	2011 П	2012 П
Счет текущих операций	84	94	78	104	49	34	75	60	40
% год к году	41	12	-18	33	-53	251	53	-20	-33
% к ВВП	11.0	9.5	6.0	6.2	4.0	10.4	4.7	3.0	1.6
Экспорт товаров	244	304	354	472	303	91	390	420	455
% год к году	33	25	17	33	-36	59	29	8	8
% к ВВП	31.9	30.6	27.2	28.3	24.7	28.1	24.2	21.1	18.6
в т. ч. экспорт углеводородов	149	191	219	310	191	63	255	260	265
% к ВВП	19.5	19.2	16.8	18.6	15.5	19.3	15.8	13.1	10.8
% к общему объему экспорта	61.1	62.8	61.7	65.8	62.9	68.7	65.4	61.9	58.2
Импорт товаров	125	164	223	292	192	45	230	290	360
% год к году	29	31	36	31	-34	18	20	26	24
% к ВВП	16.4	16.6	17.2	17.5	15.6	13.9	14.3	14.6	14.7
Торговое сальдо	118	139	131	180	112	46	160	130	95
% год к году	38	18	-6	37	-38	145	43	-19	-27
% к ВВП	15.5	14.0	10.1	10.8	9.1	14.2	9.9	6.5	3.9
Прямые иностранные инвестиции	13	30	55	75	39	9	70	95	115
% к ВВП	1.7	3.0	4.2	4.5	3.1	2.7	4.3	4.8	4.7
Банки	2	3	7	10	6	-	10	15	20
% к ВВП	0.3	0.3	0.6	0.6	0.5	-	0.6	0.8	0.8
Прочие сектора	11	27	48	65	32	9	60	80	95
% к ВВП	1.4	2.7	3.7	3.9	2.6	2.7	3.7	4.0	3.9
Чистый отток капитала	0	41	82	-133	-57	-13	40	56	80
% к ВВП	0.0	4.2	6.3	-8.0	-4.6	-4.0	2.5	2.8	3.3
Банки	6	28	46	-57	-31	1	8	16	25
% к ВВП	0.8	2.8	3.5	-3.4	-2.6	0.2	0.5	0.8	1.0
Прочие сектора	-6	14	37	-76	-25	-14	32	40	55
% к ВВП	-0.8	1.4	2.8	-4.6	-2.1	-4.2	2.0	2.0	2.2

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

Игнатьев Леонид
Ignatiev_LA@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий
Turmyshev_DS@mmbank.ru

Горбунова Екатерина
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Долговые рынки

О сужении спрэдов говорить рано

В прошлом месяце мы рекомендовали воздержаться от покупок в корпоративном секторе. Итоги месяца показали, что в действительности практически ни одна российская бумага не продемонстрировала роста в мае. Мы считаем, что при значительной неопределенности и высокой волатильности глобальных рынков пока лучше воздержаться от стратегических покупок в сегменте российских корпоративных евробондов.

Снижение цен рублевых облигаций, начавшееся во второй половине апреля, в мае усилилось. Средневзвешенная доходность корпоративных выпусков поднялась на 14 б.п. до 8.6 % при дюрации 1.5 года. В мае на первичном рынке облигаций после девятимесячного «горячего сезона» наступили «заморозки». Вывод новых бондов на рынок проходил в большей степени по инерции среди эмитентов, маркетинг выпусков которых стартовал еще до начала масштабной коррекции на рынках, начавшейся с конца апреля. Мы продолжаем считать, что сохраняются высокие ожидания расширения спрэдов на рублевых облигациях, против которых играют сейчас как внешние, так и внутренние факторы.

Глобальные рынки

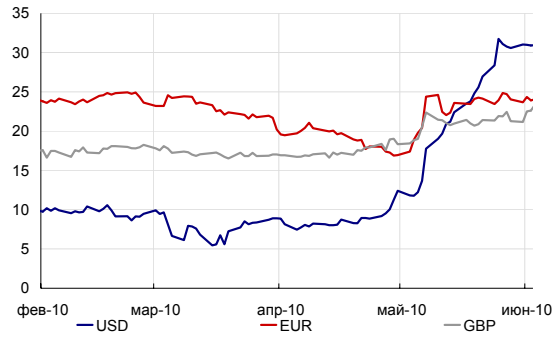
Май оказался очень напряженным месяцем для глобальных рынков долга, и в центре внимания по-прежнему продолжали оставаться европейские проблемы. Страны юга Европы поспешили принять непопулярные меры по сокращению государственных расходов и увеличению некоторых налогов. Безусловно, такие шаги должны помочь проблемным экономикам снизить свои бюджетные дефициты; с другой стороны, теперь инвесторов стали беспокоить перспективы роста экономик стран ЕС. Из-за этого евро продолжил свое падение относительно доллара.

Серьезно изменила новостной фон из Европы Венгрия, новый премьер-министр которой заявил, что экономика страны находится в преддефолтном состоянии. Он обвинил предыдущий кабинет в фальсификации данных и скрытии реального положения дел в венгерской экономике. Такое заявление привело к резкому падению евро до очередных многолетних минимумов и спровоцировало новую волну бегства в качество. Сам факт того, что негативные новости из страны, не входящей в зону евро, могут двинуть котировки единой европейской валюты вниз, очень настораживает. Ситуация с Венгрией усугубляется еще и тем, что ведущую роль в банковской системе страны играют банки стран ЕС, которые могут серьезно пострадать от финансовых потрясений в проблемной экономике, а это, в свою очередь, оказывает еще большее давление на евро.

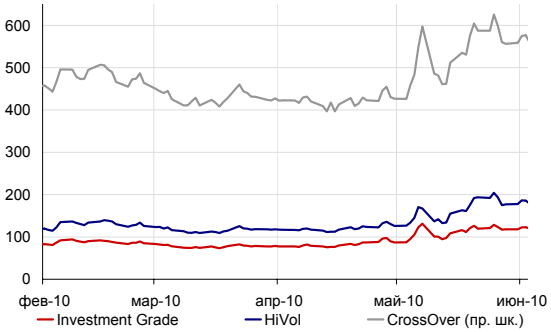
5 мая завершилось собрание глав Правительств стран G20. Опубликованный отчет по заседанию обнажил серьезное противоречие во взглядах европейских государств и США на проблему дальнейшей борьбы с мировым экономическим кризисом. Европу сейчас беспокоят бюджетные проблемы, поэтому основной ее приоритет – уменьшение бюджетных дефицитов, которое будет решаться в основном за счет сокращения государственных расходов и ужесточения налогов. США, напротив, считают, что мировая экономика еще слишком слаба, и ей необходимо дополнительное стимулирование за счет увеличения госдолга. Подобное противоречие не позволяет надеяться на согласованность действий всех стран-членов G20, что вряд ли будет способствовать скорому выходу мировой экономики из рецессии.

В мае произошел самый заметный за последние месяцы рост ставок денежного рынка. Так, спрэд LIBOR-OIS показал почти 3-кратный рост за месяц с 12 б.п. до 30-32 б.п. Не исключено, что на рост ставок денежного рынка оказывают влияние новости о подготовке жестких законов в отношении регулирования банковского сектора в США и дефолт банка CajaSur в Испании.

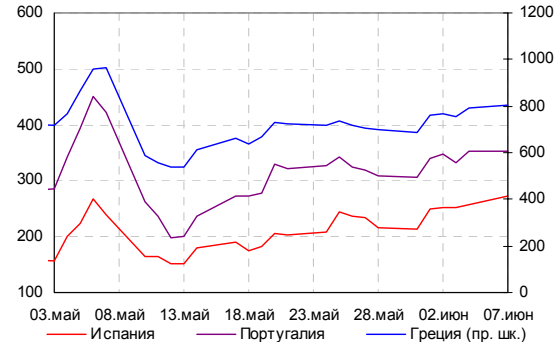
Спрэд LIBOR-OIS



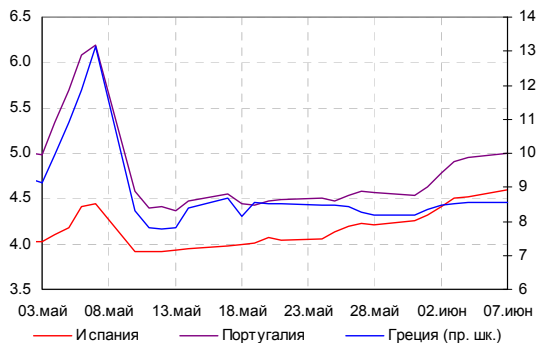
Динамика индексов iTRAXX



CDS Испании, Португалии и Греции



Доходности 10-летних облигаций Испании, Португалии и Греции



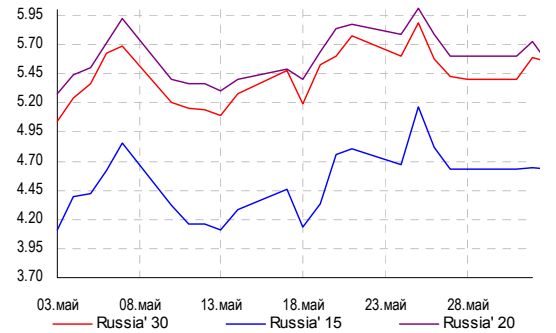
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Российские еврооблигации

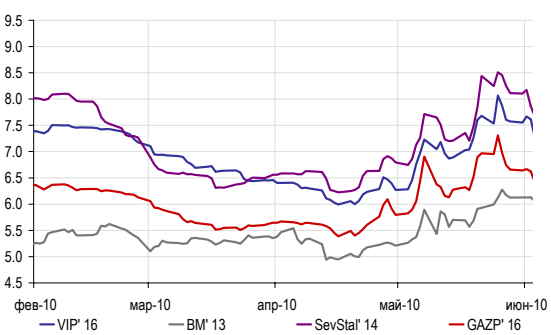
Нервозное настроение на глобальных рынках спровоцировало распродажи еврооблигаций развивающихся рынков и значительно увеличило спрос на безрисковые Treasuries. Планы многих эмитентов по размещению еврооблигаций были перенесены на более поздний срок. Так проводившееся роуд-шоу Сбербанка стало non deal, роуд-шоу компании «Татнефть», планировавшей привлечь $ 500 млн, также стало non deal, МТС 31 мая окончательно решил перенести размещение на более поздний срок.

Котировки российских суверенных евробондов были очень волатильны в течение всего мая – стоит вспомнить, что спрэд Russia' 30 – UST' 10 достигал значений больше 270 б.п. Доходности корпоративных евробондов вернулись к значениям начала года и в последние дни не демонстрируют тенденции к стабилизации.

Российские суверенные евробонды



Корпоративные евробонды



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Прогнозы и торговые рекомендации

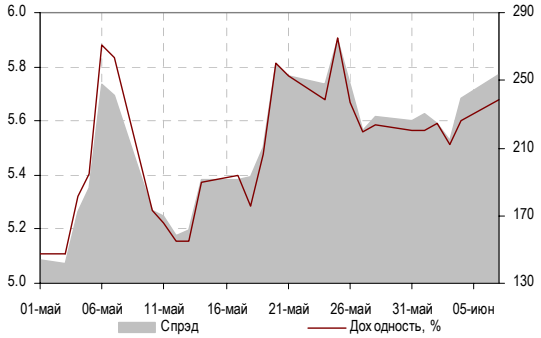
Мы по-прежнему считаем, что самым благоприятным временем для российских еврооблигаций

был период середины-конца апреля, во время размещения российских суверенных евробондов Russia 15 и Russia 20. Мы полагаем, что в ближайшее время подобный благоприятный фон не повторится. Рынки по-прежнему остаются крайне волатильными, CDS корпораций растут, что однозначно демонстрирует индекс iTraxx, ставки денежного рынка уверенно повышаются весь май, и явных сигналов к остановке этой тенденции нет.

Наметившаяся подготовка к процессу роста ключевых процентных ставок, которую инициировала Канада, а также представители ФРС, в общем-то перестала быть серьезным опасением для рынков, после того долгожданные данные по рынку труда США за май оказались негативными. Учитывая тот факт, что значительная часть майского прироста рабочих мест была создана в рамках проходящей сейчас переписи населения США, абсолютный прирост рабочих мест оказался крайне низким и убедил инвесторов, что американские макростатистические отчеты дают, к сожалению, не только позитивные сигналы. Посредственные данные по рынку жилья вкупе со статистикой по рынку труда говорят о том, что ждать быстрого начала цикла повышения ставок в США пока нелогично.

UST' 10

Спрэд Russia' 30 – UST' 10

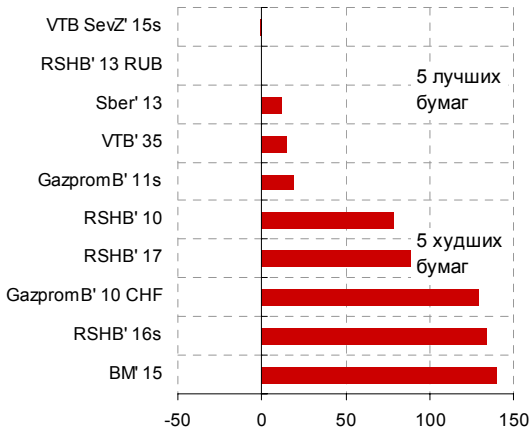


Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

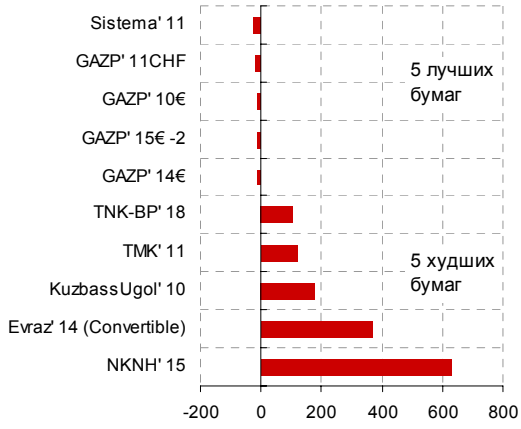
В прошлом месяце мы рекомендовали воздержаться от покупок в корпоративном секторе. Итоги месяца показали, что в действительности практически ни одна российская бумага не продемонстрировала роста в мае (см. ниже).

Российские еврооблигации: лидеры снижения/роста доходности за месяц

Квазигосударственные банки



Нефинансовый сектор



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

В текущей ситуации сложно однозначно говорить, сохранится ли майская напряженность на долговых рынках и в июне. Также нельзя сказать и о том, был ли всплеск продаж рискованных активов в мае лишь временной коррекцией, или же это был первый сигнал начинающегося долгового кризиса. При такой значительной неопределенности и высокой волатильности рынка мы считаем, что лучше пока воздержаться от стратегических покупок в сегменте российских

корпоративных евробондов.

В то же время мы обращаем внимание на то, что на рынке торгуются выпуски с явными ценовыми диспропорциями относительно прочих эмитентов и, таким образом, могут заслуживать внимания. К интересным инструментам мы относим еврооблигации Rolf' 11, Sinek' 15, Gazprom' 19 и 20, VTB' 18 и 35, Raspadskaya' 12, RenCap CB' 13. Однако мы не исключаем дальнейшего роста доходности по этим бумагам в при нынешней конъюнктуре, как, впрочем, и по рынку в целом.

Внутренний долговой рынок

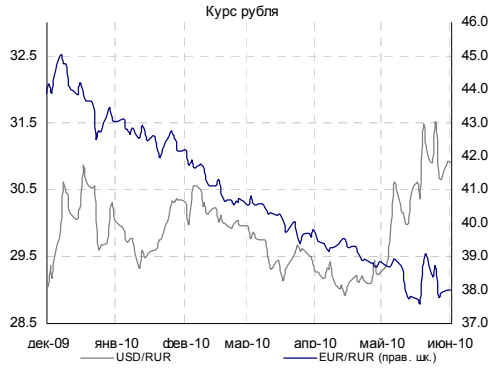
Снижение цен рублевых облигаций, начавшееся во второй половине апреля, в мае усилилось. Месяц начался с массированного давления на котировки наиболее ликвидных выпусков со стороны нерезидентов, выходивших из рублевых активов на фоне общемировой тенденции снижения аппетита инвесторов к риску. Между тем агрессивных продаж со стороны российских участников рынка не наблюдалось. В момент локальной «оттепели» проходили выборочные покупки коротко- и среднесрочных ликвидных выпусков.

Поддержку рублевому рынку продолжали оказывать высокий уровень ликвидности и сохраняющиеся на минимальных уровнях ставки МБК. Сдерживающим покупки фактором стал резкий рост ставок NDF в середине месяца с последующим ощутимым локальным укреплением рубля. Хотя к концу мая ситуация в плане девальвационных ожиданий пришла в норму, повышение волатильности на внешних рынках вкупе с усилением девальвационных ожиданий ограничивала покупательную активность участников рынка рублевых бондов.

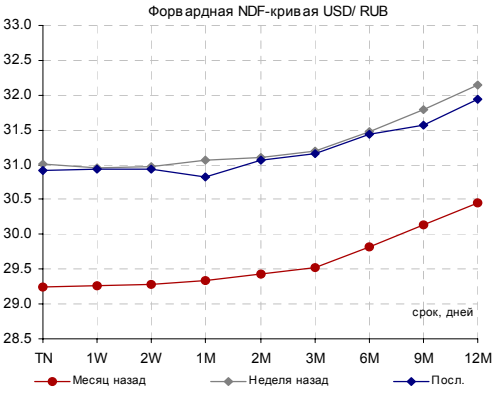
В последний день месяца Центральный банк преподнес не совсем ожидаемый подарок долговому рынку, в очередной раз снизив основные процентные ставки на 25 б.п. Данный фактор, однако, не оказал существенного влияния на котировки долговых инструментов российских эмитентов.

Денежный рынок: ликвидность и ставки

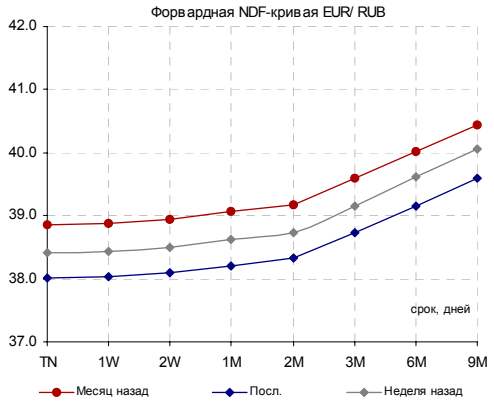
Динамика курса рубля



Форвардная NDF-кривая USD/RUB



Форвардная NDF-кривая EUR/RUB



Источники: Bloomberg, Reuters, Аналитический департамент Банка Москвы

По итогам мая 2010 г. совокупный доход от вложения в рублевые корпоративные облигации составил 0.4 % (за месяц), доходность за период владения находилась на уровне 5.9 % годовых по сравнению с 6.0 % в апреле. Средневзвешенная доходность корпоративных выпусков поднялась на 14 б.п. – до 8.6 % при дюрации 1.5 года. Ценовой индекс корпоративных выпусков снизился на

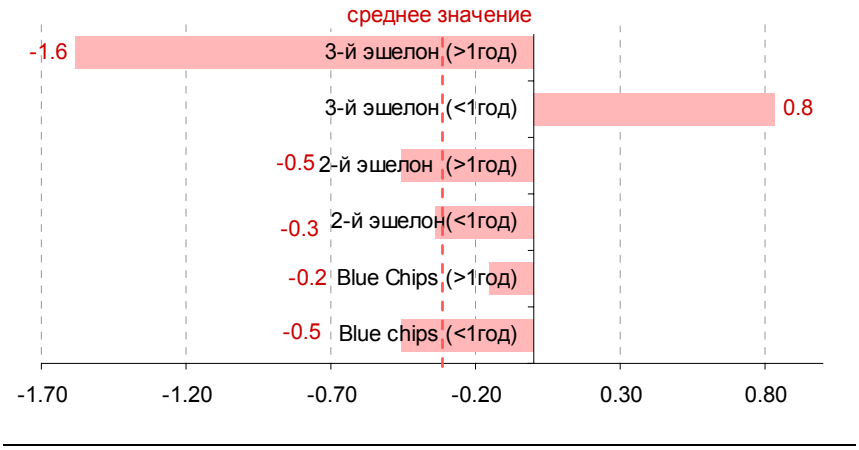
30 б.п.

В течение прошедшего месяца котировки выпусков облигаций эмитентов 2-го эшелона опустились значительнее цен blue chips. Наибольшее давление продавцов ощущалось в облигациях 2-го эшелона с дюрацией более года. Ценовой индекс этой группы выпусков снизился на 50 б.п. Совокупная средневзвешенная доходность долговых инструментов эмитентов 2-го эшелона составила к концу мая 9 %, что на 13 б.п. выше уровней апреля.

Доходность blue chips, оказавшихся в центре распродаж в конце апреля, продолжила в мае поступательное движение вверх, хотя и не столь высокими темпами. К концу месяца средневзвешенная доходность выпусков blue chips остановилась на уровне 7.2 % при дюрации 1.8 года, что на 15 б. п. выше апрельских значений. Напомним, что прирост доходности в апреле составил 32 б.п.

Ралли, наблюдавшееся в марте-апреле в сегменте выпусков 3-го эшелона, в мае приостановилось. Осторожные покупки продолжились в наиболее коротких выпусках с дюрацией менее года: ценовой индекс этих бумаг прибавил 80 б. п. Более длинные выпуски эмитентов 3-го эшелона оказались аутсайдерами по динамике котировок в мае: ценовой индекс таких выпусков снизился на 160 б. п. По итогам мая средневзвешенная доходность облигаций эмитентов 3-го эшелона выросла на 39 б.п. до 13.8 % при дюрации 0.7 года.

Динамика ценовых индексов BMBI по эшелонам в зависимости от срочности выпусков



Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банк Москвы

Средняя доходность муниципальных долговых выпусков за месяц снизилась на 13 б. п. до 8 % при средней дюрации 1.7 года. После агрессивных распродаж выпусков столицы конца апреля – начала мая, во второй половине месяца российские покупатели обратили внимание на эти изрядно подешевевшие надежные бумаги. Основной спрос был сосредоточен в наиболее коротких выпусках. На конец мая средневзвешенная доходность облигаций Москвы составила 7.2 %, что на 7 б. п. ниже уровней начала месяца.

Госбумаги в мае не пользовались высоким спросом со стороны участников рынка. Минфин единожды в мае заявил о своем желании провести аукцион по размещению ОФЗ, назначив дату аукциона по 5-летнему ОФЗ 25074 объемом 40 млрд руб. на 26 мая. Аукцион не состоялся, поскольку не оказалось достаточного количества желающих приобрести этот наиболее длинный из размещаемых в последнее время Минфином выпусков. Средневзвешенная доходность ОФЗ на конец мая составила 6.4 %, что на 6 б. п. ниже значений конца апреля.

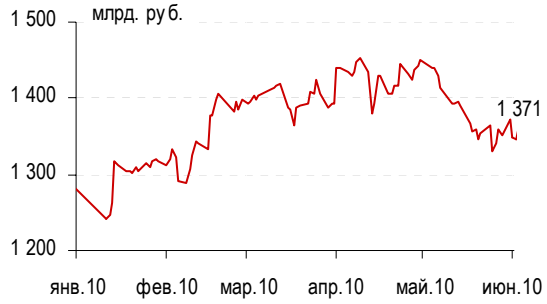
Совокупный номинальный объем корпоративных облигаций, попадающих в расчет индекса, на 31 мая 2010 г. составил 1.3 трлн руб., капитализация корпоративных облигаций – 1.4 трлн руб.

Все данные по индексам доступны на сайтах Банка Москвы и Cbonds.info:

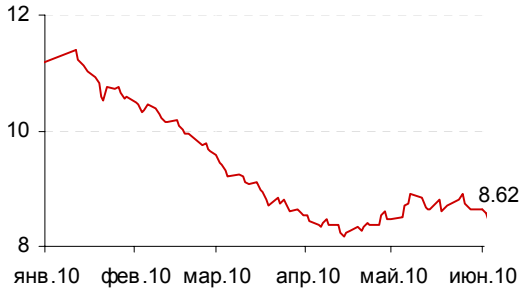
- http://www.bm.ru/common/img/uploaded/analit/BMBI.zip,

- http://www.cbonds.info/ru/rus/index/index_banks_list.php.

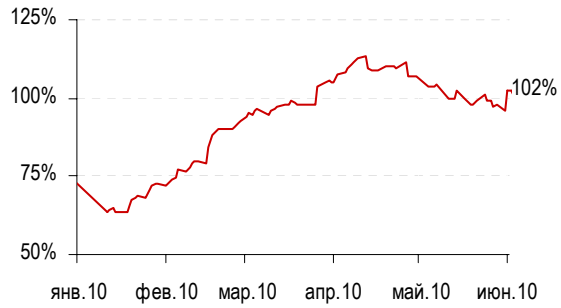
Капитализация корпоративного сектора



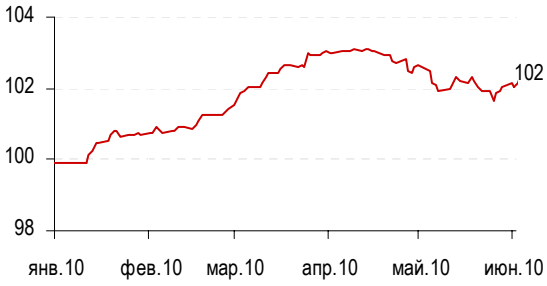
Средневзвешенная доходность корпоративного сектора



Оборачиваемость корпоративных облигаций



Ценовой индекс корпоративного сегмента



Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банк Москвы

BMBI: динамика основных индексов за май 2010 г.

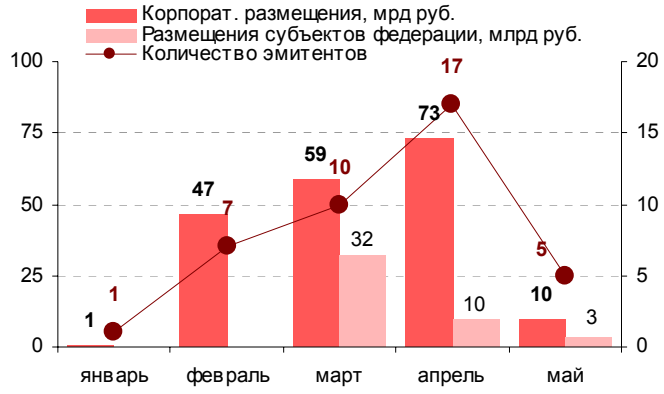
	31.05.2010					Динамика индексов (04.05.10-31.05.10)				
Сегмент	Объем, млн. руб.	Капитали-зация	YTM, %	M.dur	Spread	Ценовой	TR	HPR, % год.	Spread ch., b.p.	Yield ch, b.p.
Корпоративные облигации	1 334 800	1 371 444	8.6	1.5	317	-0.3	0.4	5.9	12	14
Blue chips	583 160	604 592	7.2	1.8	154	-0.3	0.5	6.2	1	15
2-й эшелон	620 928	640 799	9.0	1.4	355	-0.4	0.4	5.3	16	13
3-й эшелон	130 712	126 053	13.8	0.7	920	0.1	0.7	10.1	67	39
Муниципальные облигации	346 858	365 478	8.0	1.7	239	-0.1	0.6	8.5	-15	-13
Москва	230 592	246 295	7.2	3.0	91	-0.2	0.6	7.8	-20	-7
Облигации др. регионов	115 566	118 469	8.2	1.4	278	-0.1	0.6	8.7	-9	-11
Государственные облигации										
ОФЗ	1 111 806	1 127 156	6.4	3.2	0	-0.2	0.4	5.5	0	-6

Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банк Москвы

Первичный рынок рублевых облигаций в мае

В мае на первичном рынке облигаций после девятимесячного «горячего сезона» наступили «заморозки». Всего за месяц были размещены новые выпуски шести эмитентов на общую сумму 12.5 млрд руб. Вывод новых бондов на рынок проходил в большей степени по инерции среди эмитентов, маркетинг выпусков которых стартовал еще до начала масштабной коррекции на рынках, начавшейся с конца апреля.

Динамика размещений корпоративных эмитентов и субъектов федерации в 2010 г.



Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Заметим, что, несмотря на определенные сложности с привлечением инвесторов, эмитенты не спешат повышать ориентиры по размещаемым выпускам. Те, кто не смог заинтересовать покупателей заявленными ставками, предпочитают переносить сроки размещения в надежде на улучшение внешней конъюнктуры.

Ключевые размещения мая 2010 г.

Выпуск	Дата размещения	Объем, млрд руб.	Ставка купона, %	Период до оферты/ погашения	Доходность к оферте/ погашению	Мод. дюрация, лет
Соллерс, БО-2	05.05.10	2.0	13.0%	2 года	13.42%	1.6
АКБ Авангард-3	14.05.10	1.5	9.25%	1 год	9.46%	0.9
ОАО «DOMO», 1	20.05.10	2.0	15.0%	1 год	12.74%	1.0
Интурист, 2	25.05.10	2.0	14.0%	10 мес.	13.0%	1.0
ЛенСпецСМУ, БО-2	27.05.10	2.0	14.5%	3 года	15.3%	1.7
Ярославская область, 34009	20.05.10	3.0	1-4 к: 8.5%; 5-8 к: 8.25%; 9-12 к: 8.0%	3 года	8.64%	2.3
Итого		**12.5**				

Источники: данные организаторов, Аналитический департамент Банка Москвы

В мае Москомзайм подтвердил свое намерение воздержаться от размещения долговых бумаг столицы до конца июня и сообщил о возможном сокращении программы заимствований на 2010 год из-за сверхплановых доходов.

Размещаемые выпуски по состоянию на 01.06.2010 г.

Выпуск	Дата размещения	Объем, млрд руб.	Ориентир по купону	Период до оферты/ погашения	Индикативная доходность к оферте/ погашению	Мод. дюрация, лет
ЗАО "Синтерра", БО-1	03.06.10	5.0	10-11%	3 года	10.25-11.3%	2.1
СпецСтройФинанс, 1	07.06.10	1.2		6 лет		
РегионЭнергоИнвест, 1	07.06.10	1.2		6 лет		
Энергоспецснаб, 1	07.06.10	1.2		6 лет		
Ханты-Мансийский банк, 2	09.06.10	3.0	8-9%	1 год		
СКБ-Банк, БО-4	09.06.10	2.0	9.4-10%	1.5 года	9.62-10.25%	1.2
Волгоградская область, 34004	10.06.10	2.0	9.44-10.01%	4 года	9.1-9.7%	2.8
ТрансКонтейнер, 2	10.06.10	3.0	8.75-9.5%	5 лет	8.94-9.73%	3.6
Итого		**18.6**				

Источник: данные организаторов, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Мы продолжаем считать, что сохраняются высокие ожидания расширения спрэдов на рублевых облигациях. Против привлекательности рублевого публичного долга сейчас играют следующие факторы:

- усиливающаяся волатильность на мировых рынках;
- резкое обесценение рубля к доллару в мае 2010 г. и высокие девальвационные ожидания;
- инфляционные риски.

Тем не менее, в этом месяце мы обращаем внимание инвесторов на резко расширившиеся спрэды в ряде выпусков хороших представителей 3-го эшелона, которые создают неплохие возможности для высокорисковых инвесторов. Итак, наиболее интересными предложениями в high yield, на наш взгляд, могут стать следующие облигации:

- ЧТПЗ БО-1
- Соллерс БО-2
- ЛенСпецСМУ БО-1 и ЛенСпецСМУ-1
- 7 континент БО-1
- Интурист-2
- Дикси
- Мособлгаз-Финанс.

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Рынок акций

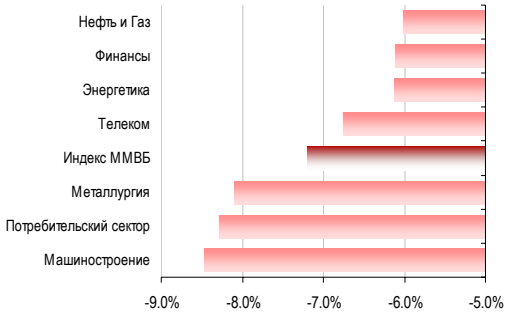
Коррекция №13

В мае российский рынок акций вместе с мировыми рынками захлестнула масштабная коррекция, на пике которой потери индекса РТС составляли более 25 % от апрельских максимумов. Подобных спадов в 15-летней истории российского рынка акций было уже 12, и большинство из них заканчивались достаточно быстрым восстановлением котировок. Но бывали и исключения…

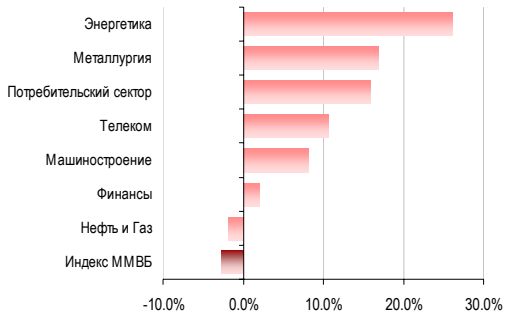
Обострение опасений относительно состояния государственных финансов в ряде стран еврозоны продолжило оказывать сильное давление на мировые рынки и в мае, что вряд ли оставляло какие-либо возможности для положительной динамики российского рынка акций. По итогам месяца индекс РТС потерял 12 %, а по сравнению с апрельским максимумом – почти 18 %. Падение могло бы быть еще большим, если бы не некоторый отскок котировок в самом конце месяца: за неделю до конца мая снижение индекса РТС по сравнению с посткризисными максимумами составляло более 25 %.

Все уже привыкли к тому, что российский рынок акций является рынком «с высоким значением бэта», т. е. растет и падает быстрее ведущих мировых площадок. Так случилось и на этот раз: 12%-ное снижение индекса РТС по итогам мая превысило 10%-ное падение индекса MSCI World и 8%-ное снижение S&P 500. Впрочем, в отличие от ситуации 2008 г., отставание российского рынка вовсе не выглядит чудовищным, особенно принимая во внимание быстрый рост российских акций в течение всего последнего года.

Динамика отраслевых индексов ММВБ в мае



Динамика отраслевых индексов ММВБ с начала года



Источники: ММВБ, Bloomberg

В отраслевом разрезе также традиционно для периодов резкого падения хуже других выглядели бумаги металлургического сектора и акции второго эшелона, преимущественно из машиностроения и потребительского сектора, в то время как основные российские нефтегазовые фишки падали медленнее, чем рынок в целом. Тем не менее, по динамике с начала года лишь нефтегазовый сектор находится в минусе, в то время как остальные отраслевые индексы остаются на положительной территории.

Шансов на отскок больше, чем на падение?

Резкое падение мировых рынков в мае заставило многих участников рынка освежить в памяти события осени 2008 г., когда резкий обвал мировых рынков затронул реальный сектор и закончился масштабным мировым финансово-экономическим кризисом. Некоторый отскок котировок в конце месяца несколько сбил напряжение и поставил под сомнение аналогии с 2008-м годом, ведь тогда падение было обвальным, и сколь-нибудь продолжительных отскоков не наблюдалось.

В действительности коррекции подобного масштаба не являются чем-то из ряда вон выходящим для российского рынка акций: они наблюдаются практически каждый год и далеко не всегда являются предвестниками крупных катаклизмов. Нынешняя коррекция – 13-я за 15-летний период существования индекса РТС, когда значение индекса снижалось по сравнению с локальным максимумом на 25 % и более. Лишь в четырех случаях, три из которых имели место

на заре российского рынка акций, подобные коррекции заканчивались дальнейшим резким обвалом или отсутствием какого-либо восстановления. Еще в трех случаях уже через 6 месяцев после начала коррекции предыдущие максимумы были легко превышены, в оставшихся пяти за полгода рынок успевал восстановиться на 80-95 % от предкоррекционных максимумов.

Статистика, приведённая в таблице, говорит о более высокой вероятности восстановления рынка в ближайшие 6 месяцев. Однако эта же статистика указывает на тот факт, что размер нынешней коррекции оказался меньше среднестатистического падения, которое по итогам предыдущих 12 коррекций составляет 32 %. Так что однозначный вывод о текущих перспективах российского рынка, исходя из исторических аналогий, сделать сейчас, наверное, не получится.

Резкие падения индекса РТС с 1995 г.

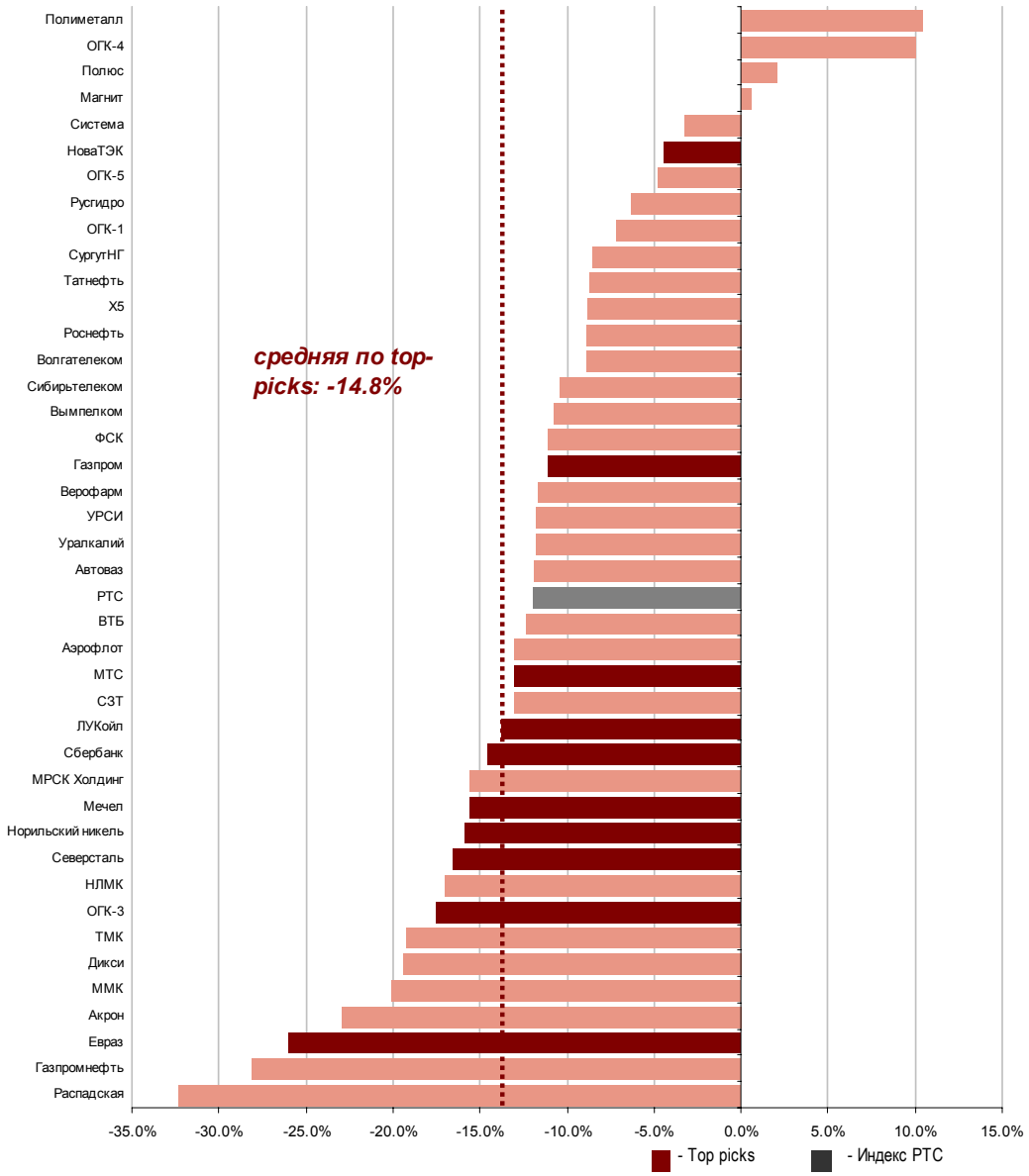
Период	Значения индекса		Изменение, %	Индекс через 6 мес. после начала коррекции	Итог
	Начало	Конец коррекции			
Осень 1995	100	68	-32%	70	Без восстановления
Лето 1996	227	152	-33%	277	Новые максимумы
Осень 1997	572	323	-44%	316	Дальнейшее падение
Весна 1998	320	172	-46%	55	Обвал
Весна 1999	90	66	-27%	85	Восстановление
Весна 2000	240	167	-30%	200	Восстановление
Осень 2000	213	142	-34%	171	Восстановление
Весна-Лето 2002	425	313	-26%	351	Восстановление
Осень 2003	643	481	-25%	717	Новые максимумы
Весна 2006	1765	1319	-25%	1675	Восстановление
Весна-Лето 2008	2488	1646	-34%	605	Обвал
Лето 2009	1180	835	-29%	1416	Новые максимумы
Весна 2010	1643	1226	-25%	?	?

Источники: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

В мае лишь двум из десяти наших топовых рекомендаций удалось обогнать индекс РТС, а средняя доходность наших top picks оказалась на 2.8 % хуже доходности индекса, что, впрочем, частично компенсируется полученными на некоторые из рекомендованных нами бумаг дивидендами.

Динамика российских акций в мае, $



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы вносим ряд изменений в наши основные рекомендации.

Мы исключаем из наших top picks бумаги металлургов, которые оказались пода давлением из-за снижения цен на металлы и неблагоприятной макроэкономической статистики из Китая. Скорее всего, какое-то время это давление будет сохраняться.

Мы также исключаем акции НОВАТЭКа – несмотря на наше позитивное отношение к эмитенту, ситуация, когда акции компании торгуются на максимуме при общем падении рынка на 25 %, кажется на неестественной.

Мы рекомендуем искать инвестиционные идеи среди компаний, ориентированных на внутренний рынок. Мы возвращаем в top picks акции X5.

Мы по-прежнему позитивно смотрим на электроэнергетику и увеличиваем представление данного сектора в top picks – помимо ОГК-3 мы добавляем акции РусГидро.

Мы также рекомендуем обратить внимание на привилегированные акции Сургутнефтегаза,

которые после коррекции выглядят достаточно привлекательно. Высокая дивидендная доходность этих бумаг служит определённой страховкой на случай дальнейшего падения рынка.

Индекс РТС

Мы оставляем нашу оценку индекса РТС на конец 2010 год без изменения на уровне 2 000 пунктов. В то же время мы отмечаем чётко обозначившийся тренд к увеличению рисков, что может заставить нас пересмотреть наши targets в сторону понижения.

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, $	Цель на конец 2010г., $	Потенциал роста, %	Рекомендация
	Голубые фишки				
1	Евраз	26.05	60	130%	покупать
2	Сбербанк	2.24	4.20	88%	покупать
3	Норильский никель	153.3	256	67%	покупать
4	МТС-локальные	8.28	13.12	58%	покупать
5	Лукойл	51.05	82.42	61%	покупать
6	Газпром	5.07	7.87	55%	покупать
7	ФСК	0.0098	0.0148	51%	покупать
8	Вымпелком	15.18	22.7	50%	покупать
9	РусГидро	0.050	0.0725	46%	покупать
10	ВТБ	4.63	6.200	34%	покупать
10	МТС-ADR	18.8	26.24	39%	держать
11	Роснефть	7.01	8.94	28%	покупать
13	Газпромнефть	3.66	5.43	48%	покупать
14	Полюс Золото	47.1	53.1	13%	покупать
15	Сургутнефтегаз	0.87	1.10	27%	покупать
16	Татнефть	4.18	4.80	15%	держать
17	Уралкалий	3.68	3.11	-15%	продавать
	Ликвидный второй эшелон				
1	ОГК-6	0.036	0.069	91%	покупать
2	Мечел	19.25	43.8	128%	покупать
3	ОГК-3	0.05	0.102	97%	покупать
4	ОГК-5	0.073	0.128	75%	покупать
5	Северсталь	10.07	20.41	103%	покупать
6	ОГК-1	0.039	0.059	50%	покупать
7	ОГК-4	0.081	0.112	38%	покупать
8	Новатэк	6.33	9.2	45%	покупать
9	УРСИ	0.0313	0.044	39%	покупать
10	Сибирьтелеком	0.058	0.082	41%	покупать
11	СЗТ	0.656	0.93	42%	покупать
12	ММК	0.76	1.33	75%	покупать
13	Волгателеком	3.03	4.28	41%	покупать
14	ОГК-2	0.050	0.083	68%	покупать
15	X5	34.00	45.23	33%	покупать
16	Автоваз	0.44	0.53	21%	покупать
17	НЛМК	2.69	4.45	66%	покупать
18	МРСК Холдинг	0.127	0.184	45%	покупать
19	Дикси	8.63	11.11	29%	покупать
21	Акрон	24.88	33.0	33%	покупать
23	Магнит	87.64	90.0	3%	держать
22	Полиметалл	11.75	9.79	-17%	продавать
24	КАМАЗ	2.13	1.91	-10%	продавать
25	Верофарм	33.00	31.1	-6%	продавать

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи. Голубые фишки

компания	код	отрасль	Цена $	Цель $	Потенциал	Комментарий
Сбербанк	SBER	банки	2.47	4.20	70%	Сбербанк как крупнейший банк страны станет главным бенефициаром от восстановления экономики и сектора банковских услуг. Дополнительным драйвером роста стоимости акций Сбербанка может стать возможная реализация программы выпуска депозитарных расписок.
МТС-локальные	MTSS	телекоммуникации	8.28	13.1	58%	В прошлом году благодаря более активным маркетинговым действиям и работе с тарифными планами МТС выглядел лучше, чем ВымпелКом, по динамике абонентской базы как в России, так и на Украине. Мы считаем, что более привлекательные тарифные планы МТС смогут обеспечить более высокие темпы роста выручки компании в сегменте голосовой связи в будущем. Кроме того, относительно недорогое приобретение Комстара позволило МТС выйти на быстрорастущий рынок фиксированного ШПД и платного ТВ.
ЛУКойл	LKOH	нефть и газ	53.06	82.42	55%	Позитивное влияние на котировки ЛУКОЙЛа может оказать практическая реализация новой стратегии развития компании, направленная на максимизацию свободных денежных потоков, которая нашла свое отражение в сильной отчетности компании за 1 кв.2010 г. Кроме того дополнительную поддержку бумагам LKOH могут оказать циркулирующие на рынке слухи о возможном выкупе компанией собственных акций, реализуемых американской ConocoPhillips.
Газпром	GAZP	нефть и газ	5.29	7.87	49%	Мы ожидаем, что обвальное снижение экспорта российского газа в страны ЕС сменится в 2010 г. ростом. Основным драйвером нормализации ситуации на европейском рынке станет ожидаемое сокращение ценового дисбаланса между спотовыми и оптовыми ценами, а также применение Газпромом механизма «бери или плати». При этом идея либерализации ценообразования на российском рынке газа в посткризисный период вновь становится актуальной.
Сургут-нефтегаз преф.	SNGSP	нефть и газ	0.39	0.59	51%	Сургутнефтегазу удалось переломить негативный тренд в добыче нефти, при этом компания сможет сэкономить порядка $2 млрд. за счет действия налоговых льгот на Талаканском месторождении. Мы отдаем предпочитаем привилегированным акциям Сургута перед обыкновенными: дифференциал между ними существенно превышает исторические медианные значения.

Лучшие идеи. Второй эшелон

компания	код	отрасль	Цена $	Цель $	Потенциал	Комментарий
X5 Retail Group	MTLR	угольная промышленность	23.23	45.23	95%	X5 Retail Group является наиболее M&A активной среди публичных ритейлеров, что делает ее основным бенефициаром роста рынка розничной торговли в России. Мы считаем, что рынок недооценивает успехи компании в снижении коммерческих расходов, и ожидаем позитивных сюрпризов в плане роста рентабельности. По текущим котировкам компания торгуется с дисконтом около 10 % к Магниту и 15 % к аналогам в развивающихся странах.
ОГК-3	OGKC	электроэнергетика	0.06	0.102	83%	Сильной стороной компании является обеспеченность инвестиционных обязательств собственными денежными средствами, которые в настоящее время практически не учитываются рынком в оценке стоимости акций. С конца прошлого года ОГК-3 активно работает в направлении возврата части денежных средств, признанных ранее Счетной палатой как использованной не по назначению. После завершения данного процесса с компании снимется часть рисков, что может стать серьезным драйвером для переоценки ее бумаг.
РусГидро	HYDR	электроэнергетика	0.05	0.073	41%	Являясь наиболее эффективным генератором, компания сильнее других защищена от введения ограничений на рынке мощности. В ближайшее время компания планирует опубликовать новую стратегию развития. Как ожидается, в новой стратегии изменится отношение к вводам новых мощностей, что снизит риски не окупаемости проектов, и существенно увеличатся планы по M&A, российских и зарубежных активов.

Борисов Денис, к.э.н.
Borisov_DV@ mmbank.ru
Вахрамеев Сергей, к.э.н.
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Нефть и газ

Фундаментальная привлекательность сохраняется

Майский обвал котировок акций российских нефтегазовых компаний (индекс РТС – Нефть и газ с начала мая потерял в весе примерно 10 %, при этом в моменте снижение превышало 20 %) происходил на фоне общерыночных понижательных тенденций (индекс РТС за аналогичный период снизился на 11 %). При этом основные факторы, лежавшие в основе панических продаж инвесторами не только бумаг отечественной нефтянки, но фьючерсов на нефть (в конце мая котировки Brent опускались ниже $ 70 за баррель), следует искать вне плоскости фундаментального анализа. **По нашему мнению, в настоящее время очевидных предпосылок для значительного снижения нефтяных котировок (а значит и целевых уровней по компаниям сектора) не наблюдается, и в наших моделях мы по-прежнему исходим из прогнозной цены нефти сорта Brent на текущий год на уровне $ 80 за баррель**. Отметим, что снижение котировок акций нефтегазовых компаний сектора **повышает их фундаментальную привлекательность, и мы по-прежнему рекомендуем использовать провалы рынка для покупки недооцененных бумаг.** Исходя из текущего потенциала роста к нашим фаворитам (традиционным топовым рекомендациям с потенциалом роста более 40 % – **Газпромом, ЛУКОЙЛом и НОВАТЭКом**) добавились **привилегированные акции Сургутнефтегаза.** Также после сильного снижения определенный интерес для инвесторов могут представлять акции **Газпром нефти**, однако низкий уровень free-float компании (менее 5 %) повышает риски инвестирования в данный актив.

		Цена $	MCap млн. $	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Газпром	GAZP	5.07	119 579	4.7	1.5	3.7	7.87	55%	покупать
Лукойл	LKOH	51.05	43 224	4.5	0.5	3.1	82.42	61%	покупать
Роснефть	ROSN	7.01	67 258	5.9	1.4	4.4	8.94	28%	покупать
ТНК-ВР	tnbp	1.95	29 244	4.8	0.8	3.4	2.20	13%	держать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.87	31 014	5.8	0.5	2.1	1.10	27%	покупать
Сургутнефтегаз п.	SNGSP	0.39	3 008				0.59	51%	покупать
Газпром нефть	SIBN	3.66	17 288	3.8	0.7	3.3	5.43	48%	покупать
Татнефть	TATN	4.18	8 679	3.8	0.7	3.0	4.80	15%	держать
Татнефть п.	TATNP3	2.20	325				2.57	17%	покупать
НОВАТЭК	NVTK	6.33	19 204	11.6	4.1	8.7	9.20	45%	покупать
Транснефть п.	TRNFP	836.46	5 550	1.1	1.0	1.5	0.00		
БК Евразия	EDCLq.L	18.10	2 672	12.8	1.4	6.2	15.70	-13%	продавать
C.A.T. oil	O2C	8.48	414	17.8	1.1	6.0	9.54	12%	держать
Интегра	INTEq.L	2.40	487	-54.1	0.6	4.4	2.90	21%	покупать

Основные тенденции

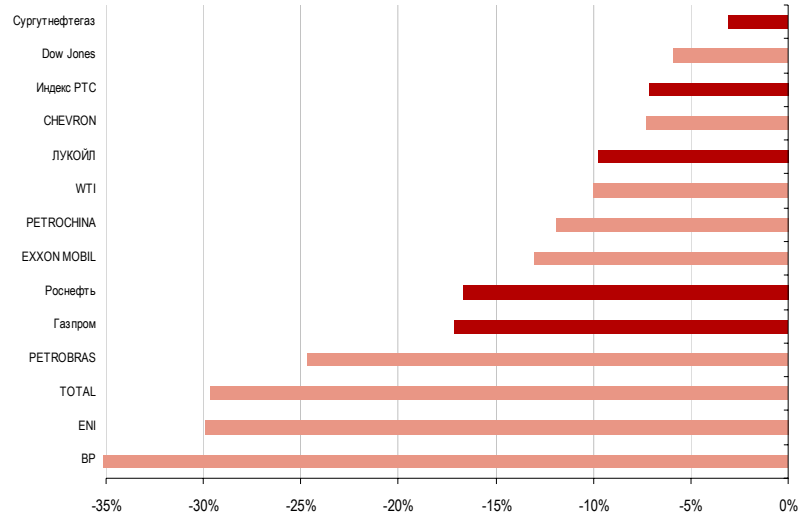
В мае распродажи на российском рынке затронули и компании нефтегазового сектора, тем не менее, отраслевые акции чувствовали себя немного лучше рынка.

Динамика нефти, мировых индексов и акций нефтегазовых компаний с начала года

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

С начала года акции нефтянки по-прежнему проигрывают основным рыночным индексам, даже несмотря на относительно стабильную ситуацию на мировом рынке нефти.

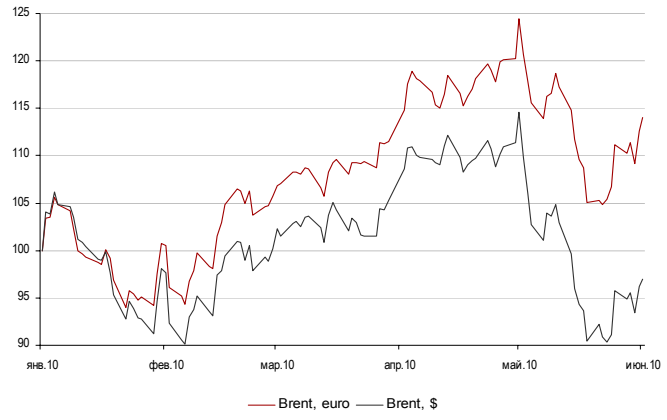
Динамика нефти, мировых индексов и акций нефтегазовых компаний с начала года



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Отметим, что, даже несмотря на высокую налоговую нагрузку на нефтяную отрасль в РФ, **перепроданность бумаг российской нефтянки кажется нам чрезмерной** – как следствие, в настоящий момент (в отличие от начала года, когда, по нашим оценкам, большинство бумаг сектора выглядели дорогими) мы ожидаем, что **нефтегазовый сектор в ближайшее время сможет чувствовать себя лучше рынка** (особенно в случае введения обсуждаемых фискальных новаций – например, дальнейшей дифференциации НДПИ в зависимости от горно-геологических условий разработки месторождений). При этом дополнительным локомотивом рост акций российской нефтянки может стать сильная нефть. Отметим, что фундаментальные факторы – продолжающийся рост загрузки американских НПЗ, традиционное открытие автомобильного сезона в США на Memorial Day 31 мая, уровень коммерческих запасов нефти (о связи данного фактора с ценами на нефть более подробно см. наш Отраслевой монитор «Нефть и газ» от 25.05.2010) и сохраняющиеся проблемы BP в Мексиканском заливе, которые по некоторым оценкам могут продлиться до конца года – не дают существенных предпосылок для серьезного снижения нефтяных котировок. Отметим, что последние перипетии на валютном рынке (значительное укрепление доллара) по-прежнему не оказывают сильного влияния на нефтяной рынок: стоимость барреля в евро не снижается, что также является аргументом «за» фундаментальную обоснованность нынешнего уровня цен на нефть.

Динамика цен на нефть

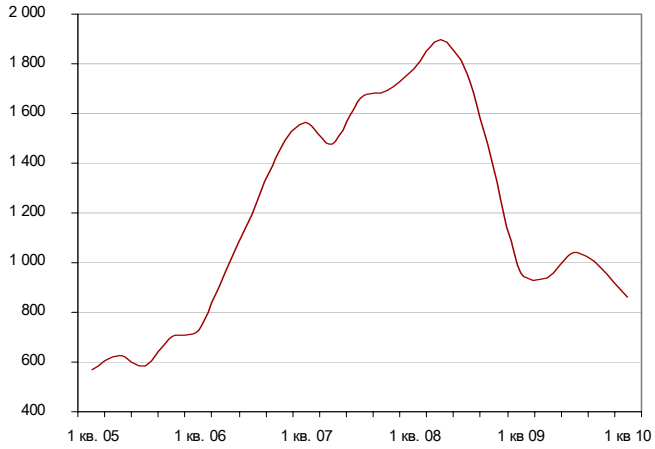


Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Нашим фаворитом в нефтяном секторе все так же является ЛУКОЙЛ, финансовая

отчетность которого за 1-й квартал 2010 г. по US GAAP оказалась очень хорошей. Так, свободный денежный поток компании за отчетный период значительно вырос и составил $ 1.4 млрд (в предыдущем квартале чуть меньше – $ 1 млрд), что свидетельствует о том, что ЛУКОЙЛ начинает реализовывать свою стратегию максимизации денежных потоков (по итогам года планируемый уровень $ 4.5 млрд вполне достижим). Основным драйвером увеличения денежных потоков ЛУКОЙЛа является сокращение капитальных вложений в разведку и добычу в РФ.

Динамика капвложений ЛУКОЙЛа в сегмент E&P, $ млн

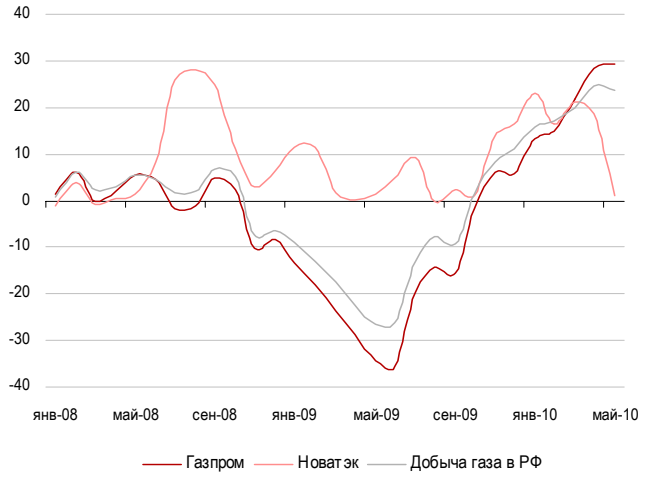


Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Также после постдивидендной коррекции весьма привлекательными для покупки нам представляются **«префы» Сургутнефтегаза**, спрэд которых к обыкновенным акциям существенно увеличился. В целом акции большинства нефтяных компаний уже не выглядят дорогими, в связи с чем мы по-прежнему рекомендуем использовать коррекционные движения на рынке для покупок.

Что касается газовой отрасли, то майский уровень добычи (51.2 млрд куб. м) оказался примерно на 28 % выше уровня прошлого года и является хорошим показателем, так как данная величина всего на 4 % ниже докризисного 2007 г**. Показатели Газпрома порадовали нас**: добыча концерна в мае 2010 г. оказалась на 30.6 % выше, чем в мае 2009 г., однако по-прежнему на 10.6 % ниже аналогичного периода 2007 г. Судя по всему, в целом по итогам 2010 г. Газпром увеличит добычу не менее чем на 20 %. При этом отметим некоторое отставание динамики добычи НОВАТЭКа (+17 %), которое, впрочем, пока не выглядит началом новой тенденции.

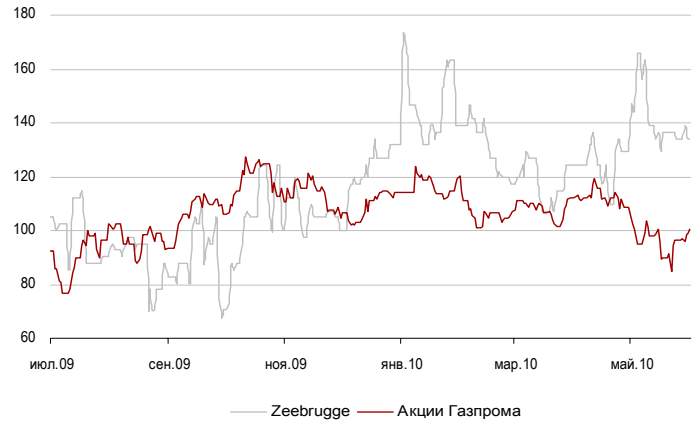
Динамика добычи газа, % г-к-г



Источники: ЦДУ ТЭК, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

С фундаментальной точки зрения (как исходя из DCF-модели, так и из целевого значения мультипликатора EV/EBITDA) **акции Газпрома смотрятся привлекательно, в связи с чем мы рекомендуем использовать снижение котировок GAZP для покупки.** Отметим, что акции Газпрома сохраняют не только фундаментальный, но и спекулятивный потенциал для роста: темпы увеличения спотовых цен на газ в Zeebrugge (на этот показатель в последнее время любят ориентироваться участники рынка) опережают динамику котировок акций российского газового концерна.

Динамика котировок акций Газпрома и спотовых цен на газ



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Также мы по-прежнему позитивно смотрим на акции НОВАТЭКа, отмечая высокие темпы прироста добычи газа и продолжающуюся либерализацию российского рынка газа с выходом внутренних цен на уровень экспортного паритета (мы исходим из того, что данное событие произойдет в 2015 г.). Мы по-прежнему полагаем, что инвесторы недооценивают позитивное влияние повышения цен на внутреннем рынке до уровня равнодоходности с экспортными поставками на фундаментальную стоимость акций Газпрома и НОВАТЭКа. При этом ралли в бумагах NVTK на информации (впоследствии не подтвержденной) о допуске компании к экспортной трубе, на наш взгляд, является прообразом того, как будут вести себя акции данного эмитента в случае, если Правительство РФ не откажется от планов либерализации внутреннего рынка газа.

Ключевые рекомендации

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

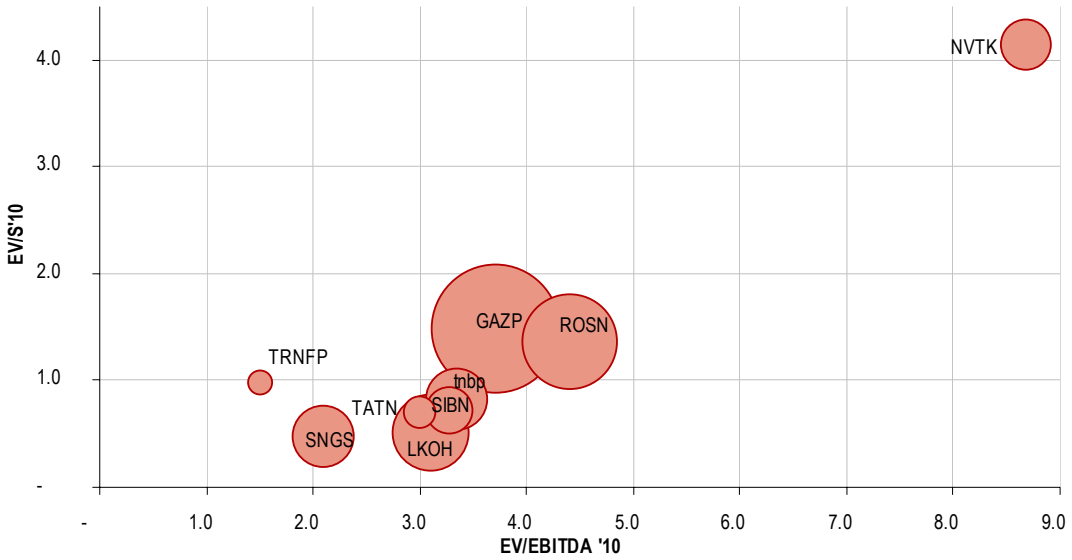
Газпром. Основными драйверами роста для компании станут быстрые темпы восстановления добычи газа (в мае +30 % г-к-г), нормализация ситуации на европейских газовых рынках и продолжение либерализации ценообразования внутри РФ.

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

ЛУКОЙЛ. ЛУКОЙЛ благодаря наличию сбалансированной нефтепереработки станет одним из главных выгодоприобретателей от нынешнего уровня цен на нефть и маржи downstream. Дополнительный положительный эффект компания получит от реализации стратегии, направленной на максимизацию свободных денежных потоков.

Сургутнефтегаз. «Префы» Сургутнефтегаза отстают от обыкновенных акций компании, что может послужить инвесторам поводом для покупок SNGSP (более подробно см. наш специальный обзор «Префы» Татнефти и Сургутнефтегаза: игра не стоит свеч?» от 06.05.2010).

Оценка компаний сектора



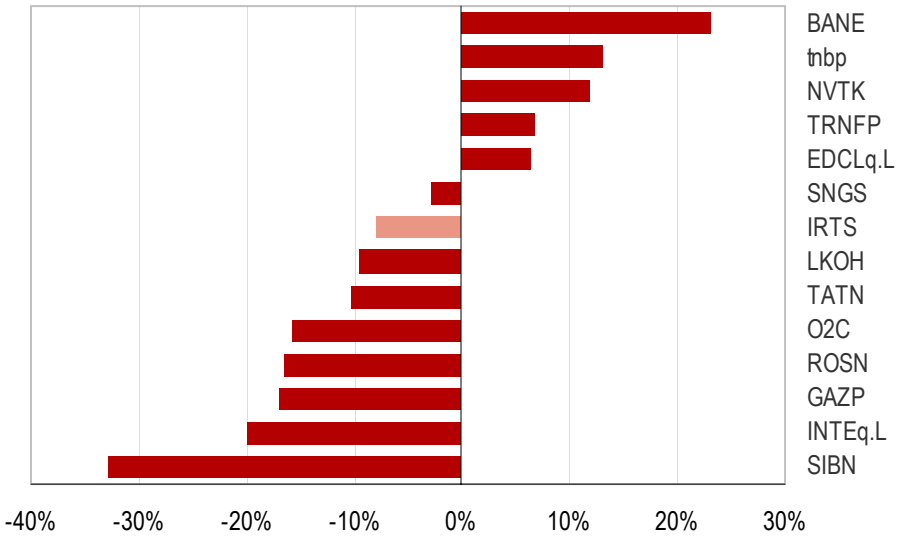
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
Газпром	94 145	110 076	119 133	35 365	43 726	43 434	24 539	25 703	25 518
Лукойл	81 083	102 929	110 972	13 715	16 751	17 282	7 011	9 537	10 078
Роснефть	46 826	63 266	68 930	13 478	19 581	21 635	6 514	11 468	12 905
ТНК-ВР	31 172	39 306	42 330	7 986	9 530	9 687	5 175	6 033	5 941
Сургутнефтегаз	24 155	32 213	33 863	5 985	7 129	7 379	5 114	5 317	5 428
Газпром нефть	24 166	31 499	34 070	4 887	6 899	6 635	3 013	4 519	3 961
Татнефть	11 981	15 439	16 605	2 538	3 593	3 118	1 711	2 305	1 689
НОВАТЭК	2 831	4 831	6 330	1 231	2 296	3 139	820	1 656	2 295
Транснефть п.	10 853	14 010	16 235	6 758	8 960	9 941	3 812	5 186	5 844
БК Евразия	1 382	1 753	2 310	320	381	447	165	209	311
C.A.T. oil	318	353	414	62	62	88	12	23	44
Интегра	836	1 056	1 251	55	150	175	- 119	- 9	43

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

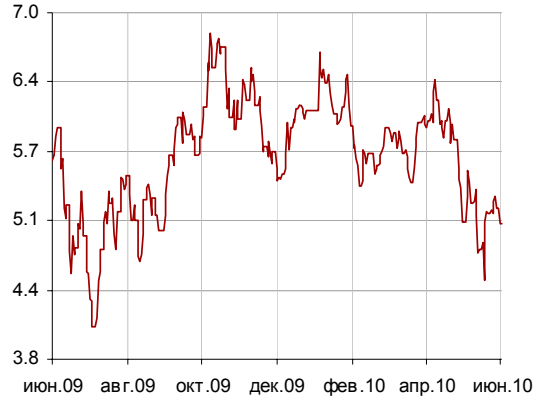
Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

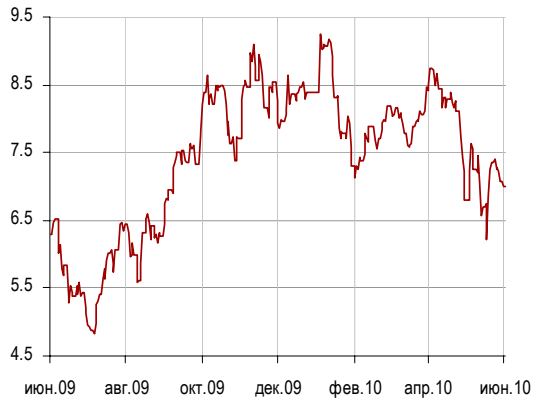
Динамика акций сектора за год

Газпром



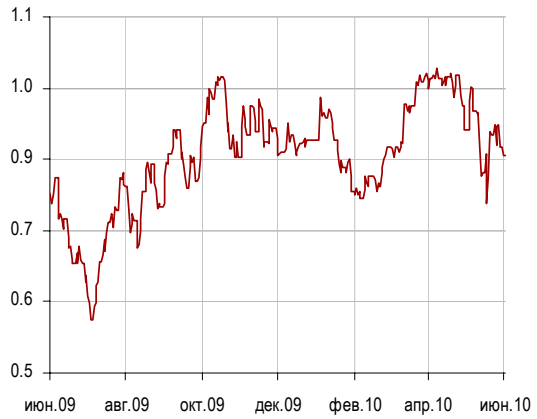
НОВАТЭК

Роснефть

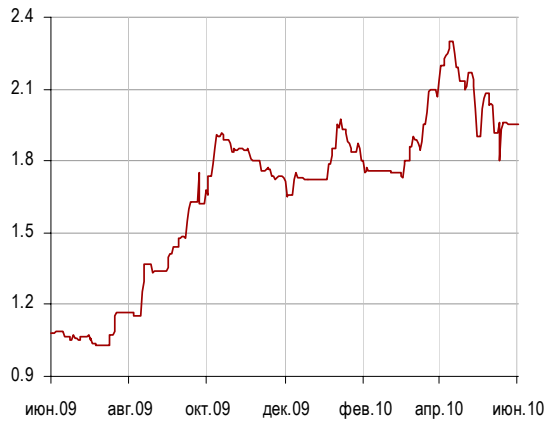


ЛУКОЙЛ

Сургутнефтегаз

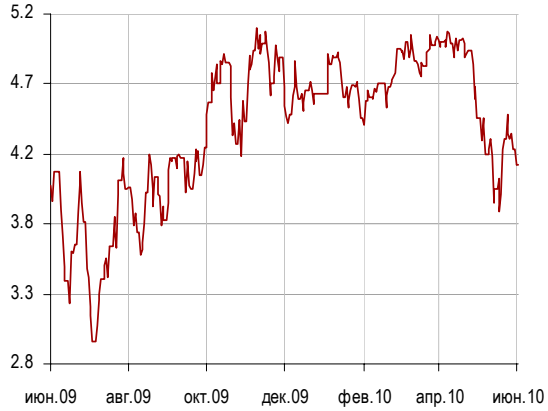


ТНК-ВР



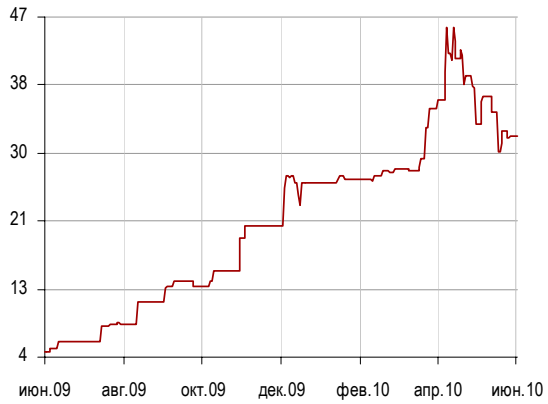
Газпром нефть

Татнефть



CAT OIL AG

Башнефть



Интегра

Eurasia Drilling

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

Металлургия

Возможность для покупки?

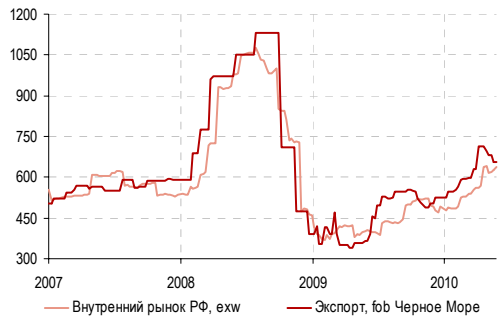
После очень удачного начала весны в мае металлурги впервые за последние полгода столкнулись со снижением цен и падением спроса на свою продукцию на внешних рынках, что в совокупности с коррекцией на российском рынке акций в целом способствовало обвальному падению котировок российских компаний сектора. Мы все же склонны рассматривать данное снижение как временное и не видим причин для фундаментального пересмотра ценовых ориентиров по сектору. Сигналом для покупки акций металлургического сектора, на наш взгляд, может стать возобновление роста цен на стальную продукцию.

		Цена $	MCap млн. $	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Евраз Групп	HK1q.L	26.05	11 407	neg	1.2	6.1	60.00	130%	покупать
НЛМК	NLMK	2.69	16 104	7.7	1.8	5.1	4.45	66%	покупать
Северсталь	CHMF	10.07	10 150	neg	0.8	4.1	20.41	103%	покупать
Мечел	MTL.N	19.25	8 013	neg	1.6	5.5	43.80	128%	покупать
ММК	MAGN	0.76	8 487	8.6	1.0	4.5	1.33	75%	покупать
ТМК	TRMKq.L	15.10	3 268	neg	1.0	4.5	19.24	27%	покупать
Распадская	RASP	4.16	3 248	4.9	2.7	3.4	-		
Белон	BELO	0.90	1 034	neg	2.0	5.5	-		
Норильский Никель	GMKN	153.3	29 229	6.1	2.0	4.1	256.0	67%	покупать
Полюс Золото	PLZL	47.10	8 979	13.9	5.0	9.1	53.10	13%	держать
Полиметалл	PMTLq.L	11.75	4 087	23.9	6.2	14.7	9.79	-17%	продавать
ВСМПО	VSMO	93.01	1 072	14.4	1.6	7.2	-		
ЧЦЗ	CHZNq.L	3.50	190	3.1	0.3	1.6	5.00	43%	покупать

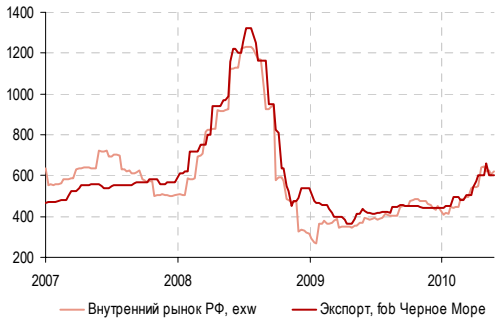
Основные тенденции

Существенное ухудшение ситуации на финансовых рынках в мае наконец полноценно затронуло и внебиржевой мировой рынок стали, где металл стал продаваться значительно хуже, а цены впервые с осени прошлого года достаточно резко пошли вниз. Российские металлургические компании также впервые за полгода стали испытывать трудности с реализацией продукции следующего месяца производства, что спровоцировало разговоры о возможности сокращения производственной программы и сильно напомнило участникам рынка кризисный 2008 год.

Цены на г/к лист



Цены на арматуру



Источники: SBB, Bloomberg, Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Кроме того, негатива сектору подбавили вновь ожившие слухи о возможности введения экспортных пошлин на сталь или применения каких-либо других рестриктивных мер по ограничению роста цен на металл на внутреннем рынке, а также авария на крупнейшей угольной шахте страны – Распадской.

В этих условиях, а также принимая во внимание общую, достаточно печальную ситуацию на рынке, удержать акции компаний сектора от резкого падения могло лишь чудо, которого не произошло. Мы, тем не менее, склонны рассматривать майские трудности российских металлургов как временные по следующим причинам:

1. Снижение цен на сталь и спроса на металл на внешних рынках пока скорее выглядит как destocking (сокращение запасов) трейдерами, вызванное ростом турбулентности на

финансовых рынках, чем как реальное сокращение потребления. Экономические индикаторы стран – основных потребителей стали по-прежнему находятся на очень высоком уровне, а конечные потребители на многих рынках (в отличие от глобальных трейдеров) никакого снижения цен на металл так и не заметили. Пополнение изрядно поредевших запасов трейдерами может стать главной тенденцией на мировом рынке стали в июне, тем более, что повод для этого есть: со 2-го квартала крупнейшие мировые производители ЖРС и коксующегося угля вновь поднимут контрактные цены на свою продукцию, что неминуемо приведет и пересмотру цен на сталь многих крупнейших мировых металлургических компаний.

2. Разговоры об экспортных пошлинах на сталь либо об иных мерах внешнеторгового регулирования возникают уже не в первый раз и традиционно заканчиваются лишь разговорами. Мы ожидаем, что и на этот раз никакие суровые меры так и не будут приняты, хотя и не исключаем, что российские антимонопольные органы будут пристальнее следить за тем, чтобы металл на внутреннем рынке РФ продавался не дороже, чем за рубежом.

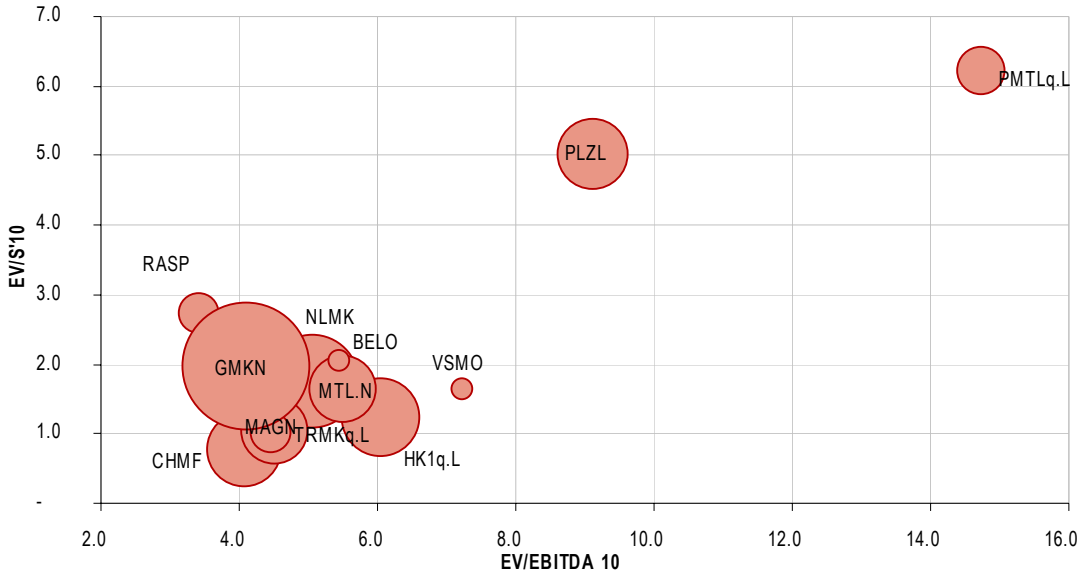
3. Авария на Распадской обостряет дефицит угля на внутреннем рынке РФ, однако последствия этого дефицита не стоит переоценивать. Во-первых, сама Распадская полностью прекратила экспорт угля, в результате чего поставки на внутренний рынок сократятся лишь в 2 раза (а для некоторых потребителей – и того меньше), во-вторых, существует возможность увеличения производства угля жирных марок на других предприятиях отрасли и перенаправления экспортных потоков внутрь РФ. Более того, авария на Распадской, скорее, приведет к достаточно острому дефициту угля на украинском рынке, а значит и росту издержек украинских металлургов, конкурирующих на экспортных рынках с российскими.

Учитывая вышесказанное, мы рекомендуем использовать майское снижение котировок российских металлургических компаний как возможность для покупки.

Ключевые рекомендации

Нашими ключевыми рекомендациями в секторе российской черной металлургии и угольных компаний продолжают оставаться бумаги **Евраза, Северстали, Мечела**. В цветной металлургии нам очень нравятся бумаги **Норильского никеля**, который, как мы ожидаем, продолжит радовать акционеров высокими дивидендными выплатами.

Оценка компаний сектора



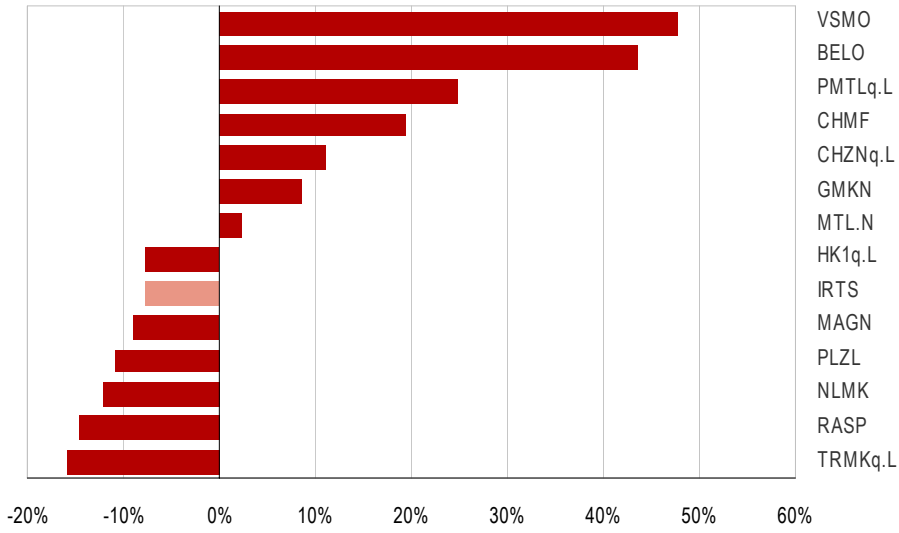
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
Евраз Групп	9 772	15 246	17 434	1 237	3 076	4 083	- 1 251	744	1 693
НЛМК	6 140	9 654	11 099	1 370	3 343	3 809	215	2 101	2 407
Северсталь	13 055	19 641	22 336	844	3 708	4 453	- 1 037	1 521	2 009
Мечел	5 754	8 386	9 928	652	2 472	3 219	- 61	1 180	1 693
ММК	5 081	9 801	12 285	1 023	2 247	2 839	232	985	1 437
ТМК	3 461	6 671	7 229	321	1 521	1 496	- 316	630	697
Распадская	497	1 234	1 564	255	982	1 267	117	666	865
Белон	396	738	775	44	277	270	- 8	- 8	107
Норильский Никель	10 155	14 718	15 582	4 416	7 019	6 956	2 478	4 755	4 701
Полюс Золото	1 225	1 720	1 963	538	948	1 056	322	645	722
Полиметалл	561	726	1 033	236	305	479	96	171	296
ВСМПО	829	1 026	1 193	202	233	268	54	74	96
ЧЦЗ	320	543	598	61	113	112	20	62	61

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

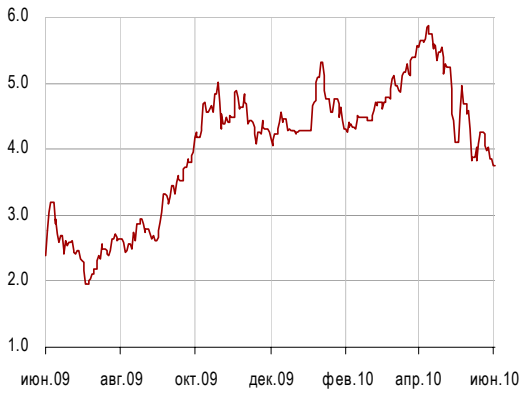
Динамика акций сектора за год

Норильский никель

Полюс Золото

Полиметалл

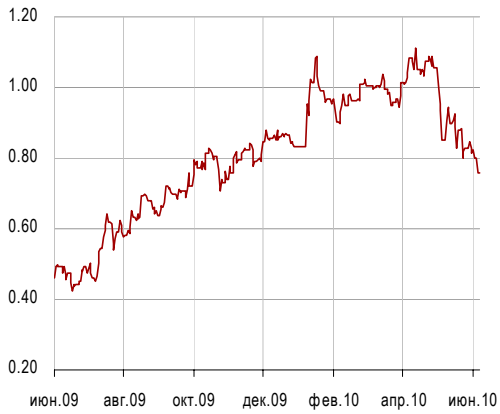
ТМК



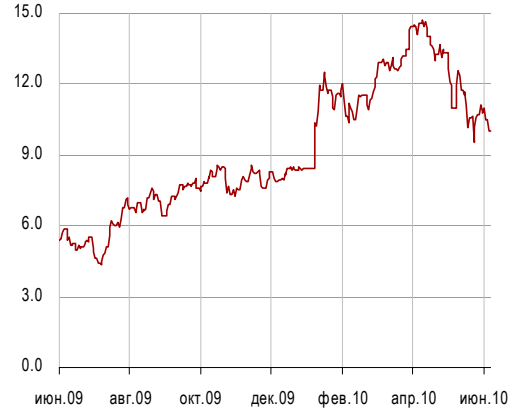
НЛМК

Евраз Групп

ММК



Северсталь



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

Электроэнергетика

Новые правила

В начале месяца Правительство озвучило планы введения в 2011 г. ограничений по росту цен. В частности, в следующем году предполагается сократить рост тарифов сетевых компаний, что повлечет за собой выпадение существенной части доходов. Механизм, с помощью которого будет проводиться сдерживание, остается неизвестным, что и представляет собой риск для акций компаний сектора.

При этом, хотя мы полагаем, что в итоге выпадающее доходы сетевых компаний будут компенсированы в последующих периодах и, соответственно, существенного влияния на оценку акций компаний не будет, сам по себе факт смены правил может напугать инвесторов.

		Цена $	МСар млн. $	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель $	Потенциал	Рекомендация
РусГидро	HYDR	0.050	13 419	9.8	2.6	5.2	0.073	46%	покупать
ФСК	FEES	0.010	12 057	17.6	2.4	4.3	0.015	51%	покупать
Интер РАО	IUES	0.001	3 334	76.2	1.3	9.8	0.002	23%	покупать
ОГК-1	OGKA	0.039	1 759	114.8	1.2	19.2	0.059	50%	покупать
ОГК-2	OGKB	0.050	1 620	323.1	1.3	22.0	0.083	68%	покупать
ОГК-3	OGKC	0.052	2 459	67.9	0.6	5.0	0.102	97%	покупать
ОГК-4	OGK4	0.081	5 103	24.4	2.7	14.9	0.112	38%	покупать
ОГК-5	OGKE	0.073	2 581	25.3	2.0	10.7	0.128	75%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.036	1 165	-36.4	1.0	15.8	0.069	91%	покупать
Мосэнерго	MSNG	0.103	4 092	36.0	1.1	7.2	-		
Иркутскэнерго	IRGZ	0.539	2 571	20.5	1.8	7.8	-		
Холдинг МРСК	MRKH	0.127	5 211	23.9	0.6	3.8	0.184	45%	покупать
МОЭСК	MSRS	0.045	2 215	8.7	1.0	3.0	0.055	21%	покупать
Ленэнерго	LSNG	0.776	718	15.6	0.9	3.5	1.100	42%	покупать
МРСК Центра	MRKC	0.034	1 455	7.7	0.9	3.9	0.037	7%	держать
МРСК Сибири	MRKS	0.011	974	neg	0.7	643.2	0.011	-4%	продавать
МРСК Урала	MRKU	0.009	747	34.2	0.4	3.8	0.012	39%	покупать
МРСК ЦП	MRKP	0.007	785	29.4	0.6	4.6	0.009	26%	покупать
МРСК СЗ	MRKZ	0.007	680	-9.3	0.8	16.7	0.009	21%	покупать
МРСК Волги	MRKV	0.004	670	21.5	0.7	4.3	0.006	70%	покупать
МРСК Юга	MRKA	0.005	274	neg	1.0	6.6	0.003	-45%	продавать
МРСК СК	MRKK	4.856	143	neg	0.5	3.2	5.860	21%	покупать

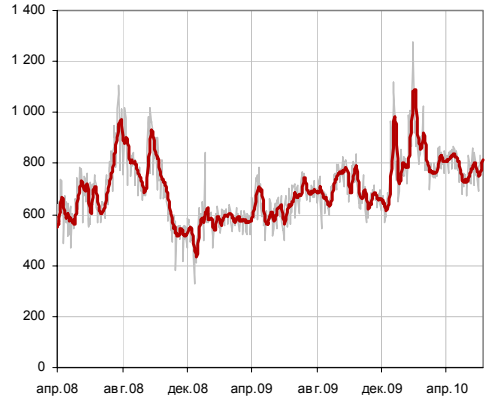
Основные тенденции

В мае в большинстве регионов продолжилось снижение объемов потребления электроэнергии, связанное в основном с сезонным изменением внешней температуры. Тем не менее, спрос на энергию последние полгода стабильно находится выше уровней прошлого года: в зоне Европа+Урал превышение уровня цен составило 3.5 %, в зоне Сибири – 6.2 %.

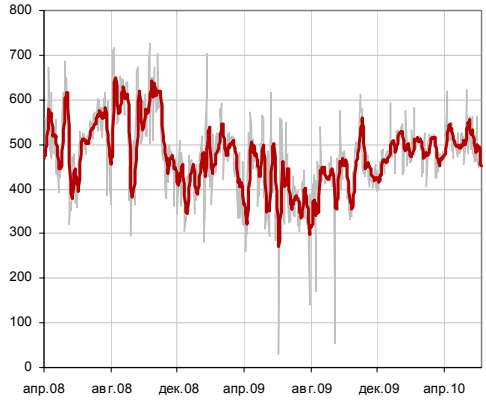
Существенного изменения динамики цен на свободном рынке в мае не произошло. Средние цены электроэнергии в обеих ценовых зонах превышают уровни мая 2009 г. на 20-30 %. Такой уровень цен является комфортным для компаний, позволяя возместить увеличившиеся за год затраты на топливо и обслуживание генерирующих мощностей.

Индекс цен на рынке «на сутки вперед», руб./МВт·ч

Первая ценовая зона



Вторая ценовая зона



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

В начале июня Правительство решило ограничить рост цен естественных монополий в 2011 г. В частности, в отношении электроэнергетики предложено увеличить цены на электроэнергию для промышленности в 2011 г. не более чем на 13-15 %. С этой целью планируется скорректировать рост тарифов для ФСК и МРСК. Так, вместо утвержденного ранее для ФСК 31%-ного роста в следующем году тариф вырастет лишь на 15 %. По нашим оценкам, ограничение роста тарифов в 15 % приведет к снижению выручки ФСК на 14 млрд руб. Потери Холдинга МРСК могут достигнуть 25 млрд руб. по сравнению с прошлыми прогнозами. Несмотря на введение ограничений, по нашему мнению, наиболее важным является то, за счет чего произойдет данное снижение. Можно рассмотреть основные механизмы сдерживания роста тарифов:

- Для сохранения графика инвестиций **государство может провести прямые финансовые вложения в уставной капитал сетей**. Примеры последних допэмиссий ФСК, Холдинга МРСК и Кубаньэнерго показывают, что прямые государственные вложения – это наиболее быстрый и эффективный способ реализации больших региональных программ. С точки зрения миноритарных акционеров дополнительные эмиссии не всегда являются благом и могут нести риски низкой цены размещения, размытия долей в капитале компаний и уменьшения потенциала роста стоимости акций.

- **Сохранение платы за присоединение**. Еще одним вариантом реализации прежних планов инвестиций, без резкого роста тарифов, является перенос инвестсоставляющей из тарифов на передачу в тарифы на подключение. Таким образом, плата за присоединение к сетям, ранее планируемая к отмене, может сохраниться в 2011-м году. Данный способ практически не окажет влияния на оценку.

- **Снижение первоначальной базы капитала (iRAB).** Пример ФСК показывает, что фактически утвержденная база капитала может быть меньше оценок самих компаний более чем на 30 %, а минимальный коэффициент пересчета основных средств в iRAB составлять 1.7. Применение коэффициента 1.7 для оценки капитала всех филиалов МРСК приведет к снижению справедливой стоимости акций сетей на 8-23 %. По нашим оценкам более защищенными компаниями от риска снижения коэффициента являются (МОЭСК, Ленэнерго). Наиболее уязвимы: МРСК ЦП, МРСК Юга, МРСК Центра.

- **Снижение регулируемой ставки доходности** – является наиболее негативным способом сглаживания роста тарифов. Подобного рода сценарий мы наблюдали при переходе ФСК на RAB-тарифы. Данный риск в основном касается региональных сетей. Для пилотных проектов МРСК на первые годы регулирования устанавливались ставки: 6 %, 9% и 12%. Для сравнения расчет тарифов ФСК устанавливался исходя из ставки возврата на капитал: 3.9 %, 5.2 % и 6.5 %. Соответственно, в случае применения ставок ФСК для МРС, акции последних могут потерять по 9-35 %.

Изменение целевой стоимости одной акции

$	Сглаживание тарифов (базовый сценарий)	Снижение iRAB	Изм %	Снижение доходности	Изм %
ФСК ЕЭС	0.0146	0.0146	-	0.0146	-
Холдинг МРСК	0.1840	0.1695	- 7.9	0.1666	- 9.4
МОЭСК	0.0550	0.0550	-	0.0502	- 8.8
Ленэнерго	1.1000	1.1000	-	0.9982	- 9.3
МРСК Центра	0.0370	0.0341	- 7.8	0.0333	- 9.9
МРСК СК	5.8600	5.3143	- 9.3	5.2433	- 10.5
МРСК ЦП	0.0088	0.0088	-	0.0079	- 9.8
МРСК Сибири	0.0105	0.0091	- 12.9	0.0096	- 9.0
МРСК Урала	0.0119	0.0101	- 14.8	0.0109	- 8.5
МРСК Волги	0.0064	0.0052	- 18.7	0.0058	- 8.9
МРСК Юга	0.0030	0.0023	- 23.8	0.0019	- 35.0
МРСК СЗ	0.0086	0.0069	- 19.7	0.0078	- 9.4

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Отдельно отметим, что в связи с тем, что база капитала ФСК уже утверждена, снижение размера базы капитала для этой компании маловероятно, и главным риском магистральных сетей станет снижение ставки доходности. В этом случае стоимость акций ФСК может упасть на 5 %.

Между тем проблема скачкообразного роста тарифов, вызванная переходом на новое регулирование, в пилотных проектах МРСК решалась другим способом. Механизм «сглаживания» предполагает, что часть доходов перераспределяется с первого года регулирования на последние годы, что позволяет понизить рост тарифов. Например, выручка Тверьэнерго в 2009 году была сокращена на 1201 млн руб с тем. Выпадающие доходы с учетом накопленных процентов (1506 млн руб) предполагается вернуть через два года. Данный механизм сглаживания позволил сократить рост тарифа в 2009 г. с 80-90% до 26 %.

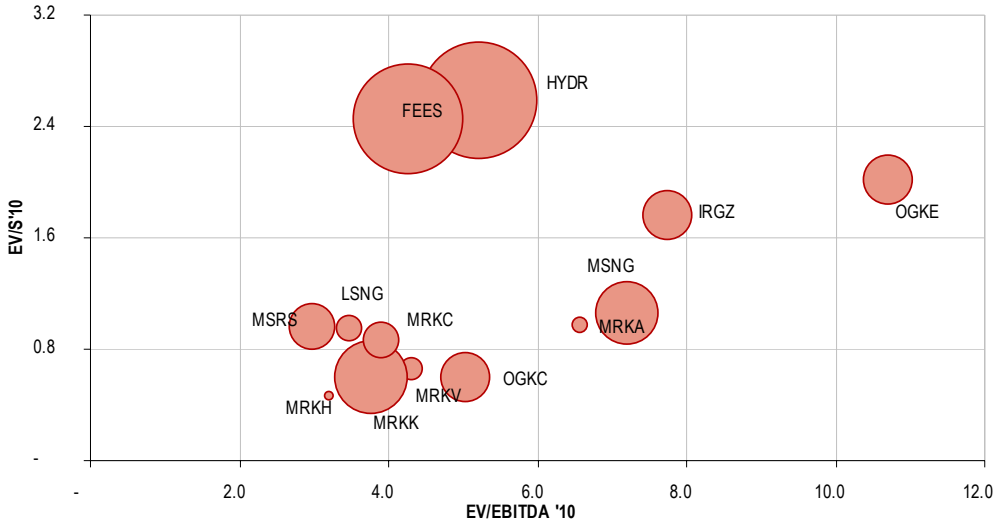
Мы полагаем, что в качестве меры по сдерживанию роста тарифов будет выбрано именно продление срока регулирования, что приведет к возмещению выпадающей в 2011 г. выручки в последующие периоды. Соответственно, в данной связи сдерживание тарифов не повлечет за собой снижение справедливой оценки компаний сектора.

Отдельно отметим, что в своих финансовых моделях мы используем консервативные допущения, которые учитывают риски неблагоприятных условий перехода на новые методы тарифообразования. Мы предполагаем, что переход на RAB и сопутствующий ему рост тарифов произойдет в 2012 г., на год позже планов Правительства. В данной связи мы не пересматриваем целевые цены сетевых компаний до появления новой информации.

Ключевые рекомендации

Ухудшение рыночной конъюнктуры довольно серьезно отразилось на акциях энергетических компаний. Начало нового месяца ускорило снижение цен акций компаний сектора, что в том числе стало следствием принятия новых решений относительно регулирования цен и тарифов. В ближайшей перспективе, по нашим оценкам, нововведение не вызовет серьезной переоценки сектора. Тем не менее, сам факт изменения правил и принципов работы отрасли может напугать инвесторов.

Оценка компаний сектора



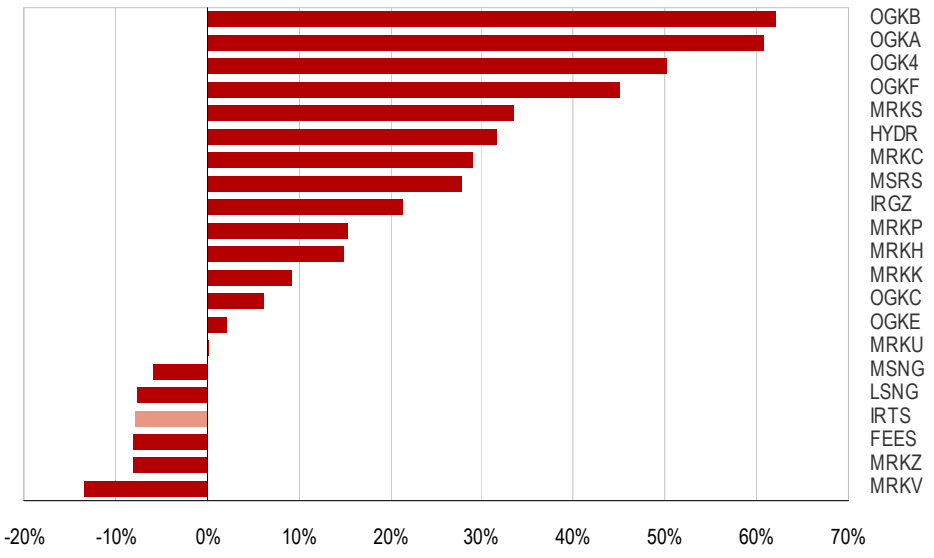
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
РусГидро	4 023	4 969	6 157	1 462	2 458	3 127	450	1 366	1 788
ФСК	2 916	4 343	5 948	1 221	2 481	3 609	519	686	1 198
Интер РАО	2 172	2 676	3 310	322	365	469	29	44	188
ОГК-1	1 195	1 440	1 901	201	91	200	114	15	56
ОГК-2	1 165	1 509	1 981	108	86	227	37	5	65
ОГК-3	947	1 216	1 637	128	144	323	74	36	207
ОГК-4	1 198	1 590	2 159	246	292	518	199	209	347
ОГК-5	1 244	1 579	2 240	243	297	635	101	102	347
ОГК-6	1 100	1 362	1 966	133	84	246	61	- 32	26
Мосэнерго	3 612	4 055	4 742	399	595	716	90	114	223
Иркутскэнерго	1 363	1 515	1 579	298	343	446	114	126	156
Холдинг МРСК	14 955	15 745	17 595	2 621	2 485	2 808	267	218	426
МОЭСК	2 708	3 510	3 927	933	1 125	1 123	339	254	319
Ленэнерго	925	1 145	1 492	328	310	530	89	46	178
МРСК Центра	1 551	2 072	2 765	305	454	741	66	189	354
МРСК Сибири	1 281	1 825	2 437	127	2	222	- 25	18	- 33
МРСК Урала	1 662	2 068	2 652	196	234	453	66	22	197
МРСК ЦП	1 494	1 935	2 402	189	250	424	24	27	142
МРСК СЗ	844	1 022	1 575	101	49	411	2	- 73	201
МРСК Волги	925	1 254	1 594	177	191	278	4	31	84
МРСК Юга	600	773	1 090	121	114	282	- 35	- 69	49
МРСК СК	315	386	491	26	55	91	- 18	- 10	- 4

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

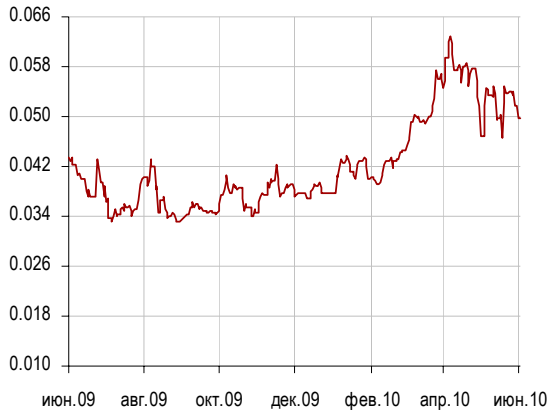
Динамика акций сектора с начала года



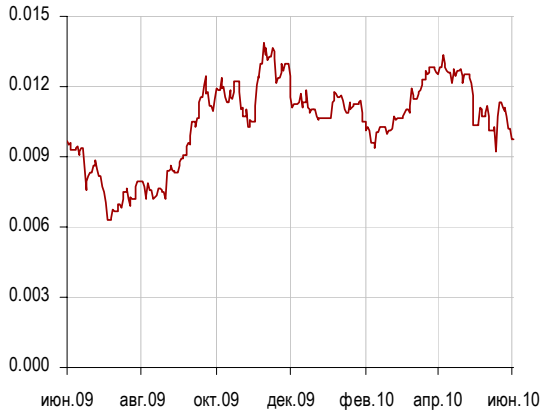
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

РусГидро



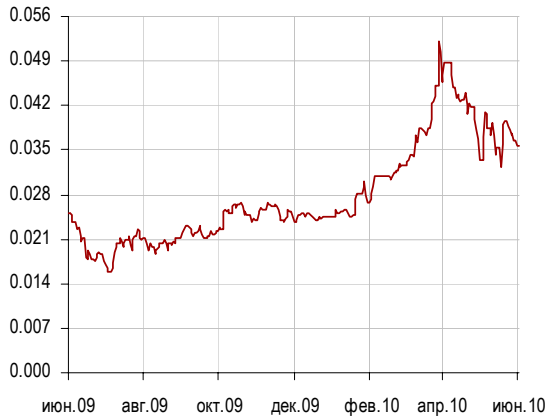
ФСК ЕЭС



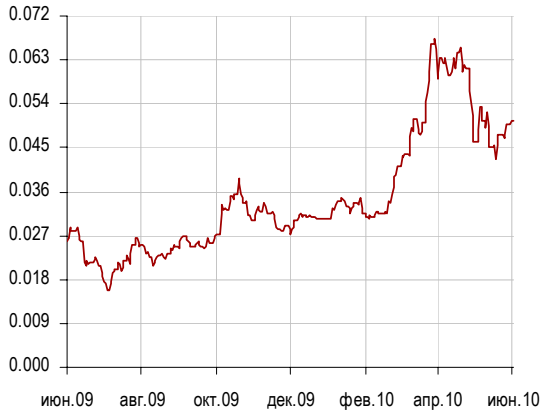
ИнтерРАО

Холдинг МРСК

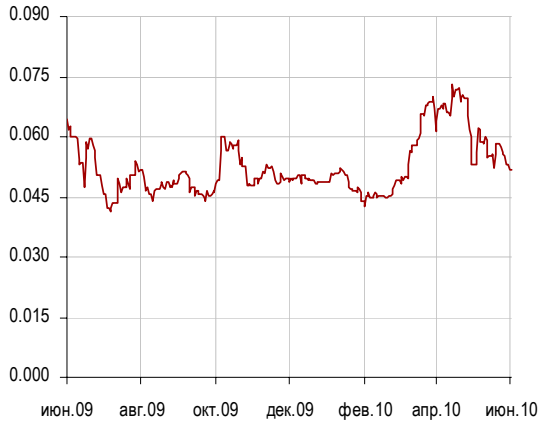
ОГК-1



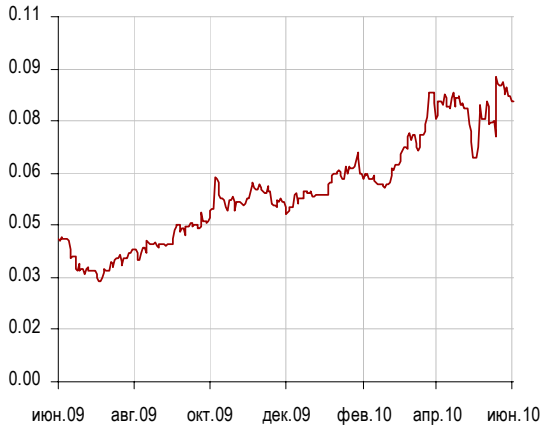
ОГК-2



ОГК-3

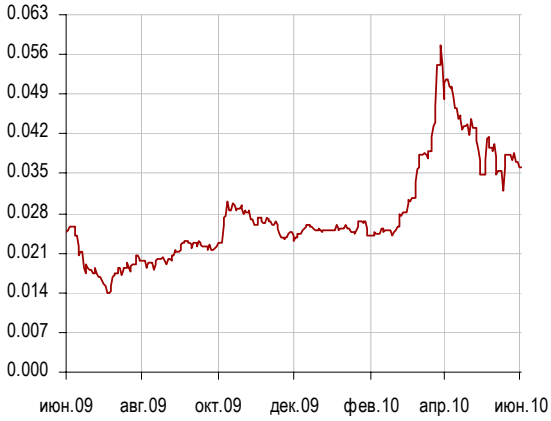


ОГК-4



ОГК-5

ОГК-6



ТГК-1

Мосэнерго

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

Телекоммуникации

Привлекательны как МРК, так и мобильные операторы

В данный момент идея вхождения в объединенную компанию на базе Ростелекома через покупку обыкновенных акций МРК остается одной из ключевых в телекоммуникационном секторе и даже при консервативной оценке может принести более 25 % дохода.

Мы отмечаем наличие сразу двух идей в «префах» МРК. Во-первых, выплата промежуточных дивидендов за 9 месяцев 2010 г. значительно увеличит доходность вложения в данные бумаги при вхождении в объединенный Ростелеком. Во-вторых, уже известные цены выкупа сулят доходность до 36 %, что может быть интересно инвесторам, находившимся в реестре на дату отсечки.

Мы также указываем на привлекательность идеи вложения в «префы» Ростелекома. Если в новой редакции устава объединенного Ростелекома исчезнет графа о том, что доля «префов» в УК должна составлять 25 %, то дивидендная доходность «префов» оператора составит около 20 %.

Кроме того, мы выделяем ADR МТС и ВымпелКома, потенциал роста которых в связи с коррекцией на рынке составляет 40-50 %.

		Цена $	MCap млн. $	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель $	Потенциал	Рекомендация
МТС(ADR)	MBT.N	18.8	18 767	8.9	2.1	4.6	26.2	39%	покупать
МТС (локальные)	MTSS	8.28	16 501	7.8	1.9	4.2	13.12	59%	покупать
Вымпелком	VIP.N	15.2	20 148	9.8	2.1	4.2	22.7	49%	покупать
Ростелеком	RTKM	3.20	2 331	11.0	0.8	3.8	3.82	19%	покупать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	6.60	2 758	17.0	2.0	5.1	7.15	8%	держать
Центртелеком	CTLK	0.71	1 114	5.4	1.3	3.1	0.99	40%	покупать
Уралсвязьинформ	URSI	0.03	1 010	9.7	1.2	3.3	0.04	39%	покупать
Волгателеком	VTEL	3.03	745	5.7	0.9	2.3	4.28	41%	покупать
Сибирьтелеком	STKM	0.06	701	7.2	0.9	2.6	0.08	40%	покупать
СЗТ	SPTL	0.66	578	7.4	1.1	2.5	0.93	42%	покупать
ЮТК	UTEL	0.14	411	10.3	1.4	4.1	0.20	42%	покупать
Дальсвязь	DLSV	2.86	273	3.0	0.6	1.7	4.06	42%	покупать
СТС Media	CTCM.O	13.6	2 096	14.9	3.4	9.4	17.14	26%	покупать

Основные тенденции

Фиксированная связь

В начале июня стартуют собрания акционеров МРК, на которых будет обсуждаться вопрос присоединения межрегиональных компаний связи к Ростелекому.

- На собраниях акционеров каждой МРК будет произведено голосование по вопросу присоединения компании к Ростелекому, в котором смогут принять участие инвесторы, находившиеся в реестре на дату отсечки.
- Акционеры, проголосовавшие за присоединение, смогут обменять бумаги МРК на акции объединенного оператора. Обмен будет произведен в феврале 2011 г., после чего планируется делистинг всех МРК. Также планируется в течение полугода размещение акций Ростелекома на LSE.
- Инвесторам, проголосовавшим против присоединения или не голосовавшим, будет предложен выкуп бумаг по уже известным ценам. Следует учесть, что объем выплат несогласившимся акционерам не может превышать 10 % чистых активов.
- Выкуп бумаг у несогласных и не голосовавших акционеров будет произведен в августе-сентябре 2010 г. На следующий день после выкупа произойдет закрытие реестра акционеров МРК для получения промежуточных дивидендов за 9 месяцев, которые, как ожидается, будут сопоставимы с объемом выплат за весь 2009 год.
- Если найдется такая МРК, которая не сможет быть присоединена к объединенному оператору, Связьинвест все равно передаст контрольный пакет ее акций в оперативное управление Ростелекому. В дальнейшем Ростелеком, вероятно, получит возможность еще увеличить долю, делая оферты на выкуп миноритарных пакетов, которые могут оказаться

не столь выгодными. В наибольшей степени риск блокирования касается Дальсвязи, опубликованные коэффициенты обмена для которой не устроили миноритариев компании. Однако недавние заявления гендиректора Связьинвеста о планируемых промежуточных дивидендах могут поменять решение некоторых миноритариев.

Исходя из текущих котировок акций «дочек» Связьинвеста капитализация объединенной компании на базе Ростелекома составляет 268 млрд руб., что соответствует коэффициенту EV/EBITDA 10 = 3.8 и предполагает дисконт в 13 % к аналогам из Восточной Европы и стран СНГ.

	доходность стратегии			
	конвертация (без учета див. за 9 мес 10)		дивидендная доходность	выкуп
	консервативный	базовый		
Стоимость акций RTKM после объединения (руб.)	99.2	108.3		
Обыкн. акции	**15%**	**26%**		
Уралсвязьинформ	14%	24%	1%	-2%
Волгателеком	16%	27%	2%	1%
Центртелеком	14%	24%	2%	-1%
Сибирьтелеком	14%	25%	2%	-1%
СЗТ	18%	28%	2%	2%
ЮТК	16%	26%	1%	1%
Дальсвязь	17%	28%	4%	2%
"Префы" МРК	**6%**	**16%**		
Уралсвязьинформ преф	6%	16%	4%	17%
Волгателеком преф	9%	19%	5%	21%
Центртелеком преф	5%	14%	5%	16%
Сибирьтелеком преф	5%	15%	4%	17%
СЗТ преф	9%	20%	5%	21%
ЮТК преф	1%	10%	3%	12%
Дальсвязь преф	9%	20%	9%	21%

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Мы продолжаем считать вхождение в объединенную компанию через покупку обыкновенных акций МРК отличной инвестиционной идеей. Доходность такого вложения может в среднем составить около 15 % в перспективе 9 месяцев (не считая промежуточных дивидендов за 9 месяцев) даже при самой консервативной оценке объединенной компании. Такой вариант предполагает, что после реорганизации 1 акция Ростелекома будет стоить 99 руб., что соответствует EV/EBITDA 10 нового Ростелекома = 4.05 и предполагает дисконт в 8 % к аналогам из Восточной Европы и СНГ.

Что касается привилегированных акций МРК, то учитывая уже известные цены выкупа для не согласившихся с реорганизацией и не голосовавших акционеров, стратегия предъявления «префов» к выкупу сулит доходность в 12-21 %, что выше доходности конвертации в консервативном сценарии с учетом дивидендов за 9 месяцев. Нельзя исключать, что инвесторы, находившиеся в реестре при его закрытии и по каким-либо причинам продавшие данные бумаги, захотят войти в них снова, чтобы затем предъявить их к выкупу. На наш взгляд, данные соображения при активности спекулянтов и приближении даты выкупа могут вызвать ралли в «префах» МРК.

Следует учесть, что объем выплат несогласившимся акционерам не может превышать 10 % чистых активов. Следовательно, владельцы «префов», которые голосовали «против», могут получить денежные средства только за часть предъявленных к выкупу бумаг. По нашим оценкам, наибольшее соотношение «10 % чистых активов / стоимость «префов» по цене выкупа» у СЗТ, ЮТК, Дальсвязи, Уралсвязьинформа и ВолгаТелекома (более 30 %).

Мы отмечаем еще одну интересную идею в фиксированном сегменте – «префы» Ростелекома. Как недавно сообщили Ведомости, в новой редакции устава объединенного Ростелекома исчезнет графа о том, что доля «префов» в УК должна составлять 25 %. При этом дивиденды по привилегированным акциям будут определены теми же 10 % чистой прибыли. После того как к Ростелекому присоединятся межрегиональные компании связи, прибыль объеденного оператора в 2010 г. увеличится практически в 6 раз и составит, по нашим оценкам, более 30 млрд руб. в 2011 г. Если данная редакция устава будет принята на собрании акционеров Ростелекома 26 июня, то дивидендная доходность «префов» оператора составит около 20 %.

Мобильная связь

Май ознаменовался началом сезона отчетностей операторов за 1-й квартал 2010 г. Если Мегафон продолжил концентрироваться на увеличении абонентской базы, принеся в жертву рентабельность, то VimpelCom Ltd. одним из первых российских операторов публично отказался от гонки за подключениями, изменив структуру отчислений продавцам sim-карт. Теперь при подключении абонент уже не получает бесплатных минут, теряя тем самым стимул выкинуть «симку» через несколько дней.

Вопреки нашим ожиданиям, в отчетности VimpelCom Ltd. за 1-й квартал 2010 г. заметных улучшений не было продемонстрировано ни на российском, ни на большинстве рынков стран СНГ. Однако мы бы не стали оценивать финансовые результаты оператора однозначно в негативном ключе. Так, необычно низкую для 1-го квартала рентабельность EBITDA в 47.5 % менеджмент VimpelCom Ltd. объяснил тем, что, как уже отмечалось выше, оператор стремится не к увеличению продажи sim-карт, а к улучшению качества абонентской базы: затраты на привлечение абонентов оказались высокими в прошедшем квартале, однако потом, по мнению руководства компании, активность пользователей увеличит маржу. Неплохую динамику показал сектор дополнительных услуг: доля VAS приблизилась к 20 % против менее 16 % по итогам 2009 г. Мы напоминаем, что именно VimpelCom Ltd. имеет 3G-станции во всех регионах РФ и по мере запуска сетей 3-го поколения имеет все шансы догнать своих конкурентов по выручке от мобильного Интернета. Лучше стал чувствовать себя и украинский бизнес: рентабельность EBITDA Киевстара перевалила за 50 %, а прогнозы менеджмента и вовсе обещают данное значение на уровне 55 %.

Недавно свои показатели представил и Комстар-ОТС. Результаты отчетности оператора, как и данные ВымпелКома, свидетельствуют о том, что еще рано говорить о восстановлении активности корпоративных клиентов и операторов. С улучшением экономической ситуации мы ожидаем увидеть положительные сдвиги в данном сегменте, что должно поддержать бумаги вышеуказанных компаний.

На следующей неделе свою отчетность представит и МТС. Учитывая активность оператора на рынке контента и мобильного Интернета, а также интересные тарифные планы мы с интересом ждем данных компании и предполагаем, что они окажутся более позитивными.

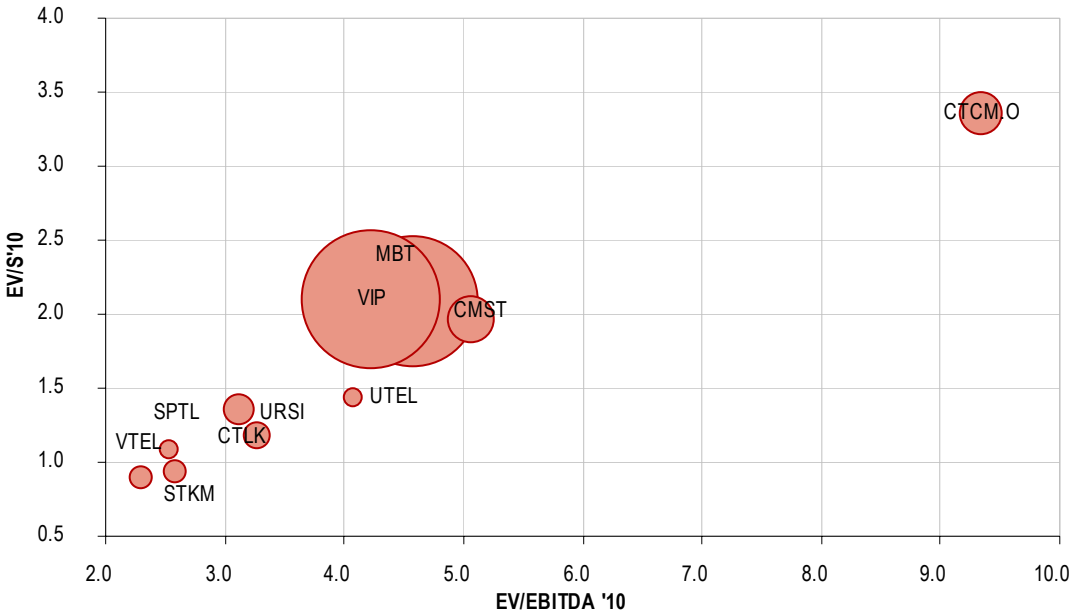
В прошедшем месяце произошло еще одно значимое событие: практически состоялось приобретение Мегафоном магистрального оператора «Синтерра». Данная сделка позволит Мегафону существенно увеличить протяженность своих магистральных сетей, тем самым сократив расходы на аренду каналов, что особенно актуально в свете увеличения объема передачи данных. Мы же позволим себе еще раз опровергнуть распространенный миф о том, что технология LTE и магистральные мощности – единственное, чего не хватает мобильным операторам для предоставления высоких скоростей мобильного Интернета. Большинство опорных сетей операторов строились еще в 90-е годы для предоставления голосовых услуг и отправки смс и до сих пор базируются на медных проводах и радиорелейных линиях. Увеличение пропускной способности сетей, возможно, и не потребует огромных денежных вливаний, но точно займет годы.

Ключевые рекомендации

Мы считаем, что в долгосрочном периоде (период инвестирования – 1 год) доходность вложения в акции МРК может достигнуть 30-60 % в зависимости от ожиданий роста капитализации объединенного Ростелекома. Из обыкновенных акций, на наш взгляд, интересны все бумаги. Из «префов» мы выделяем Дальсвязь. Также мы советуем обратить внимание инвесторов на «префы» Ростелекома.

Кроме того, мы отмечаем ADR **МТС** и **ВымпелКома**, потенциал роста которых в связи с коррекцией на рынке увеличился и составляет 40-50 %.

Оценка компаний сектора



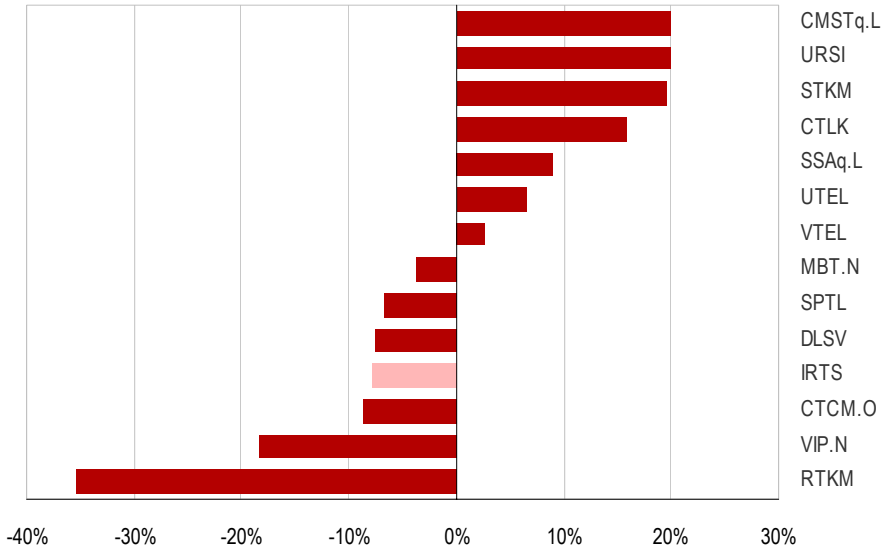
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
МТС(ADR)	9 824	11 794	12 699	4 474	5 354	5 744	1 004	2 109	2 352
Вымпелком	8 703	11 517	12 366	4 273	5 691	6 093	1 122	2 048	2 227
Ростелеком	2 136	2 398	2 463	436	491	511	171	211	233
Комстар-ОТС	1 480	1 786	1 920	591	692	748	- 206	162	185
Центртелеком	1 150	1 334	1 373	477	574	606	134	206	242
Уралсвязьинформ	1 295	1 516	1 574	452	544	585	55	105	142
Волгателеком	1 053	1 224	1 261	391	474	509	72	131	169
Сибирьтелеком	1 244	1 457	1 509	429	522	553	44	97	127
СЗТ	831	969	1 000	339	413	440	41	78	100
ЮТК	675	774	800	218	273	294	- 2	40	67
Дальсвязь	543	638	667	192	234	254	59	92	106
СТС Media	506	584	609	211	220	218	100	142	140

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

МТС

ВымпелКом

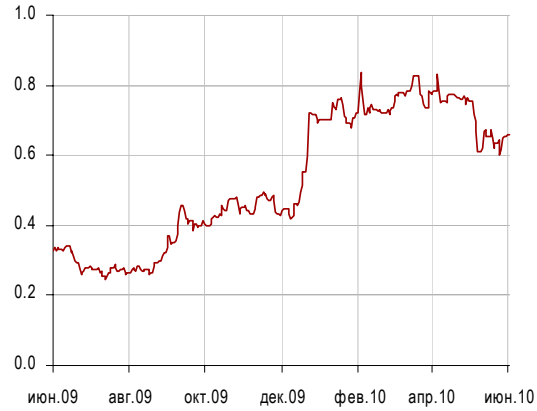
Комстар-ОТС

АФК «Система»

Уралсвязьинформ

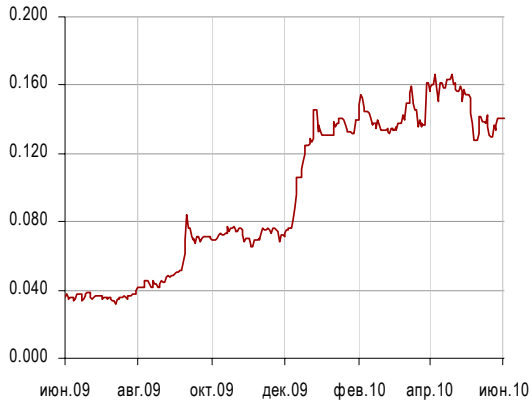
ЦентрТелеком

СЗТ



Дальсвязь

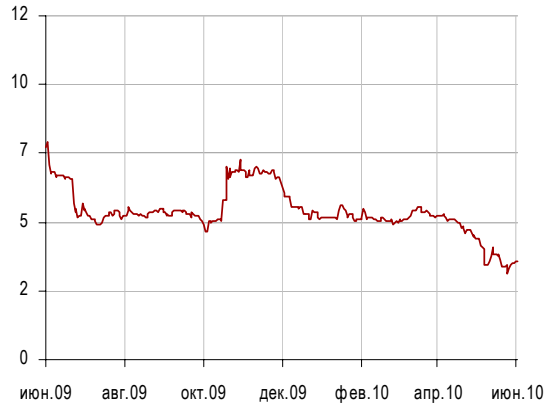
ЮТК



ВолгаТелеком

Сибирьтелеком

Ростелеком



Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Банковский сектор

Остается фундаментально сильным

Ситуация с акциями банковского сектора принципиально не изменилась по сравнению с прошлым месяцем – фундаментальные тенденции в банковском секторе уступили место глобальным рискам.

Новая волна нестабильности на внешних рынках привела к росту рисковых премий по всему миру, в т. ч. глобальных банков. На наш взгляд, это создает новую угрозу банковскому сектору в текущем году.

Затянувшаяся нестабильность на внешних рынках в перспективе может оказать негативное влияние на стоимость российских банков. Тем не менее, пока мы не видим серьезных оснований для учета новых рисков в моделях акций банков.

Мы считаем, что акции российские банков остаются фундаментально сильными благодаря успешным результатам в 1-м квартале и восстановлению кредитной активности в апреле-мае.

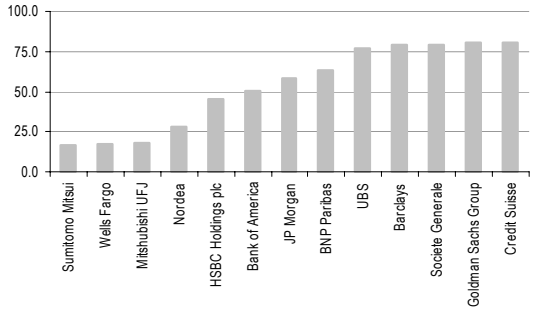
		Цена $	MCap млн. $	P/E 10	ROE, % 10	P/BV 10	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	2.2	48 339	9.7	16.9	1.8	4.2	88%	покупать
ВТБ	VTBRq.L	4.6	24 212	18.0	7.5	1.5	6.2	34%	покупать
Возрождение	VZRZ	30.9	734	8.0	20.1	1.9			
Банк Санкт-Петербург	BSPB	2.8	971	9.4	11.3	1.4	5.2	86%	покупать
Банк Санкт-Петербург п	BSPBP	3.9	257				5.9	50%	покупать

Динамика отрасли: стоимость и риски

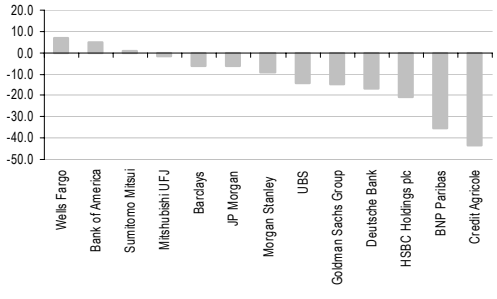
Интерес к акциям российских банков остается очень слабым на фоне усиления глобальной нестабильности. Позитивные результаты двух ключевых российских банков – ВТБ и Сбербанка – в 1-м квартале 2010 г. по МСФО смогли лишь на время сдержать снижение котировок банковских акций.

Долговые проблемы отдельных стран Еврозоны остаются в центре внимания, продолжают оказывать негативное давление на акции банковского сектора и отношение инвесторов к риску отдельных банков. Отношение инвесторов к рискам банков стало более осторожным, что отражается на котировках их акций и CDS. Банки с европейскими корнями (BNP Paribas, Credit Agricole, Societe Generale) вышли на первые позиции по снижению стоимости акций с начала года и росту стоимости CDS среди глобальных банков. Практически все акции глобальных банков остаются в минусе с начала года. В среднем снижение по данному сегменту превышает 10.0 %. Акции российских банков не исключение.

Динамика CDS глобальных банков с начала года

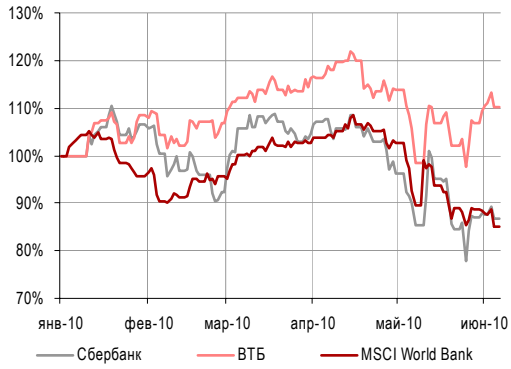


Динамика котировок акций глобальных банков

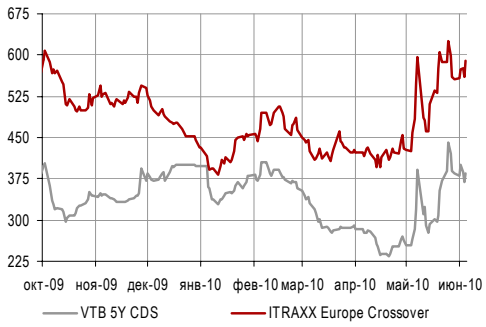


Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Динамика акций российских и глобальных банков



Динамика CDS ВТБ и индекса iTRAXX



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

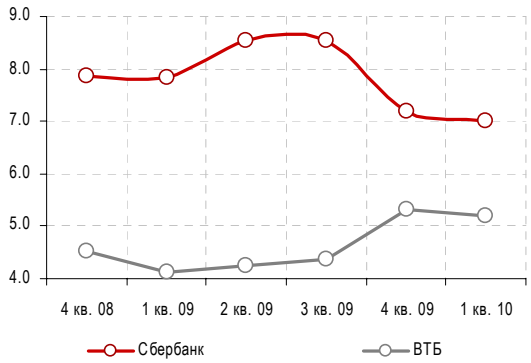
Российские госбанки остаются фундаментально сильными

К моменту выхода данной Стратегии ВТБ и Сбербанк представили свои результаты по МСФО за 1-й квартал 2010 г. Оба банка зафиксировали рекордную прибыль за всю свою историю благодаря росту доходов от основной деятельности и снижению расходов на формирование резервов. Банки также проводят очень сдержанную политику в области операционных расходов.

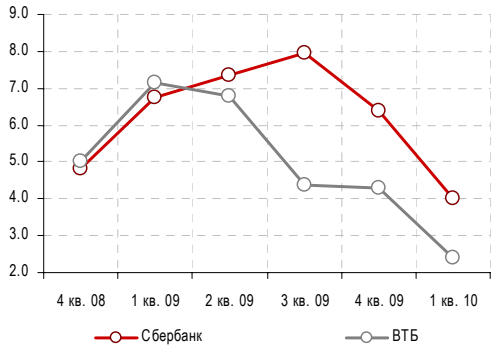
Чистые отчисления в резервы начинают постепенно сокращаться по мере замедления снижения качества кредитного портфеля. И ВТБ, и Сбербанк отправили в резервы в разы меньше средств по сравнению с 4-м кварталом 2009 г.

Кроме того, ВТБ и Сбербанку удается успешно бороться с падением процентной маржи на фоне общего снижения процентных ставок в экономике. ВТБ в данном вопросе немного более успешен благодаря особенностям структуры пассивов.

Чистая процентная маржа



Стоимость риска (Чистые отчисления в резервы / Средний совокупный кредитный портфель)



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Фундаментально банковский сектор напоминает нам полусжатую пружину. С одной стороны, вес негативных событий в мировом финансовом секторе и шлейф проблем, тянущихся с момента кризиса, оказывает на нее давление. С другой, по мере восстановления экономики и сохранения процентных ставок на относительно низком уровне спрос на кредитные ресурсы начинает восстанавливаться.

Дополнительный вес в виде новых глобальных рисков будет и далее сжимать эту пружину, сдерживать рост спроса на кредитные ресурсы. Продолжение нестабильности может спровоцировать также новую волну ужесточения кредитных кондиций, ухудшения качества кредитных портфелей, роста чистых отчислений в резервы и снижения прибыли банков.

Впрочем, у нас пока нет оснований занимать пессимистическую позицию. Предварительные

данные Сбербанка за май позволяют предположить, что статистика по кредитованию останется положительной, а тенденции в июне – второй половине 2010 г. во многом будут зависеть от того, насколько острой и продолжительной будет новая волна кризиса, начавшегося в Еврозоне.

Рекомендации

Затянувшаяся нестабильность на внешних рынках в перспективе может оказать негативное влияние на фундаментальную стоимость российских банков. Тем не менее, пока мы не видим серьезных оснований для учета новых рисков в моделях акций банков. Мы считаем, что акции российских банков остаются фундаментально сильными благодаря успешным результатам в 1-м квартале и восстановлению кредитной активности в апреле-мае.

По мере стабилизации ситуации на внешних рынках мы рекомендуем покупать акции российских банков. Сбербанк остается среди наших фаворитов.

Мы считаем, что во 2-м полугодии российские банки теоретически могут закрепить успех 2-го квартала в случае стабилизации ситуации. Кроме того, ВТБ может усилить краткосрочный интерес инвесторов к своим акциям благодаря non-deal road show и презентации ключевых пунктов стратегии развития до 2013 г.

В июне мы также будем ждать решения вопроса по субординированным кредитам Правительства, ставку по которым планируется снизить, что окажет позитивное влияние на стоимость банков.

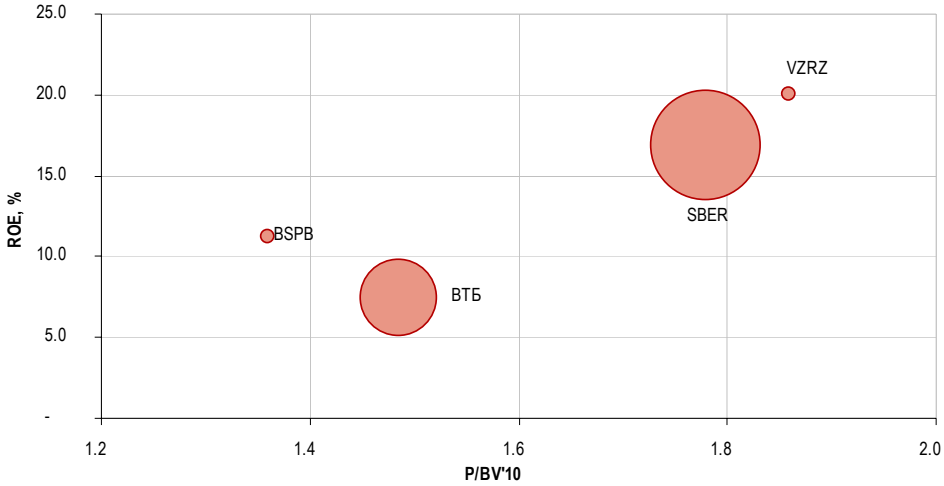
Опционная программа для топ-менеджмента госбанков останется основным спекулятивным фактором, в случае если история с ее принятием получит продолжение.

Финансовые показатели компаний сектора

	Активы млн. $			Капитал млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
Сбербанк	234 923	276 126	341 274	25 755	33 339	43 748	768	4 987	10 954
ВТБ	119 388	151 963	177 199	16 694	19 147	23 347	- 1 877	1 348	4 211
Возрождение	5 457	6 099	7 396	397	510	748	29	91	215
Банк Санкт-Петербург	7 790	8 608	10 408	836	987	1 334	20	103	371

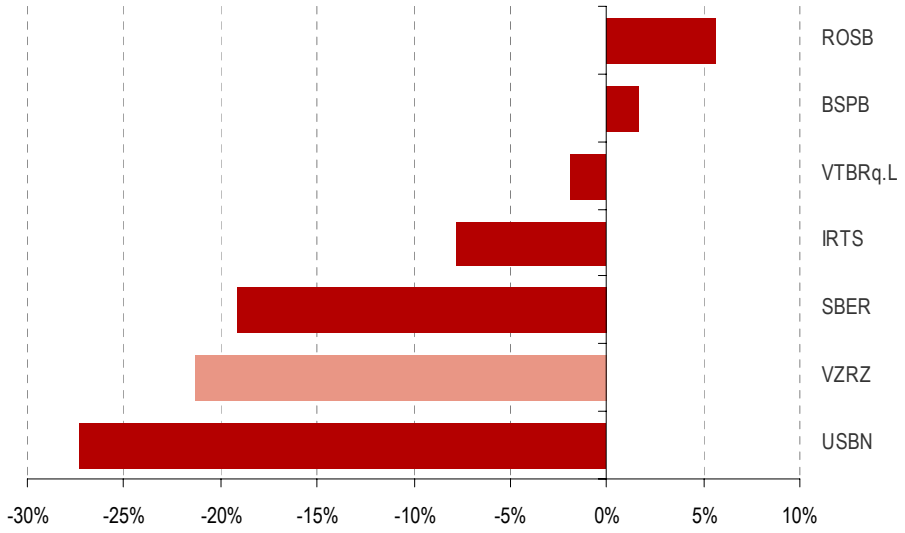
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Оценка компаний сектора



Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



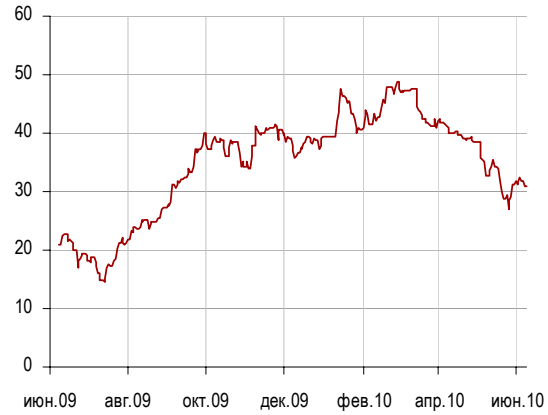
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Сбербанк

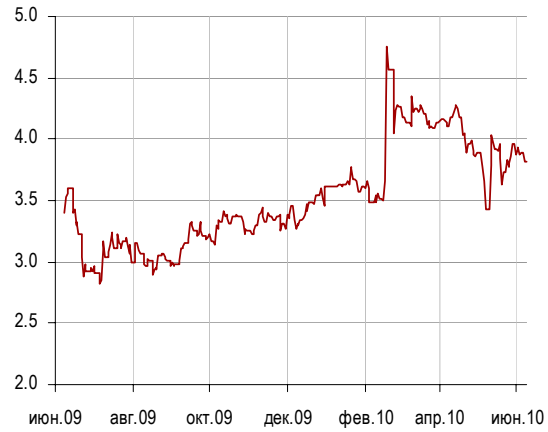
ВТБ, GDR

Возрождение

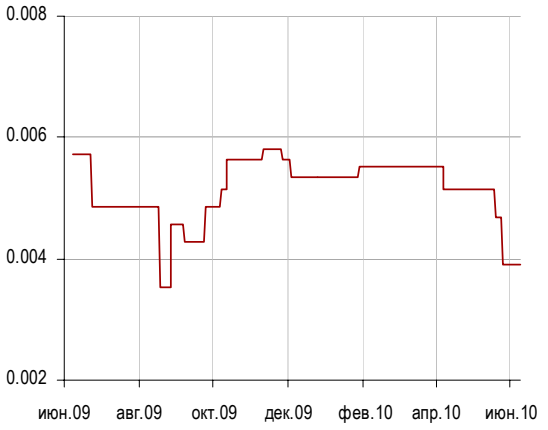


Банк «Санкт-Петербург»

Росбанк



Уралсиб



Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova@mmbank.ru

Потребительский сектор

В борьбе за покупателя

В мае акции потребительского сектора чувствовали себя несколько лучше, чем рынок в целом. Значительно опередили рынок наиболее ликвидные акции потребсектора – Магнит, ВБД, X5 Retail Group.

Основным событием месяца стала публикация финансовой отчетности продуктовых розничных сетей за 1-й квартал, которая продемонстрировала желание сетей и дальше снижать торговую наценку в целях стимулирования трафика.

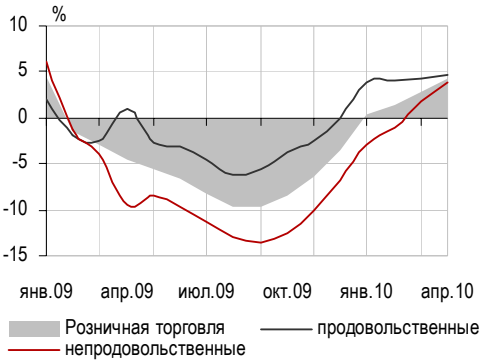
Мы рекомендуем присмотреться к бумагам X5 Retail Group, Дикси, М.Видео, Фармстандарта и Верофарма как наиболее привлекательным после недавней коррекции.

		Цена $	MCap млн. $	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель $	Потенциал	Рекомендация
X5	PJPq.L	34.0	9 233	26.3	0.9	10.5	45.23	33%	покупать
Магнит	MGNT	87.6	7 798	21.4	1.0	11.5	90.0	3%	держать
Дикси	DIXY	8.6	742	27.0	0.5	7.4	11.11	29%	покупать
М-Видео	MVID	4.8	863	14.2	0.3	5.6	6.1	28%	покупать
Росинтер	ROST	13.9	203	24.7	0.7	7.1	15.21	10%	держать
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	20.0	3 520	22.5	1.4	10.6	17.6	-12%	продавать
Синергия	SYNG	31.5	596	11.6	1.0	5.8	27.45	-13%	продавать
Калина	KLNA	17.8	174	6.2	0.5	4.3	30.4	70%	покупать
Фармстандарт	PHSTq.L	22.7	3 432	12.5	3.7	9.1	28.53	26%	покупать
Верофарм	VRPH	33.0	330	7.8	2.0	5.9	44.6	35%	покупать
Аптеки 36.6	APTK	2.6	245		0.5	5.9	3.22	25%	покупать
Разгуляй	GRAZ	1.4	214	9.8	0.9	7.6	1.5	13%	держать

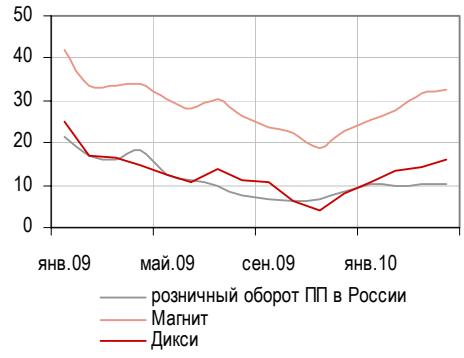
Основные тенденции

В апреле оборот розничной торговли продолжил рост год к году в реальном выражении четвертый месяц подряд (+4.2 %) с ускоряющимися темпами, что обусловлено снижением уровня безработицы и продолжающимся ростом реальных располагаемых доходов.

Динамика оборота розничной торговли и общественного питания (в реальном выражении), % год к году



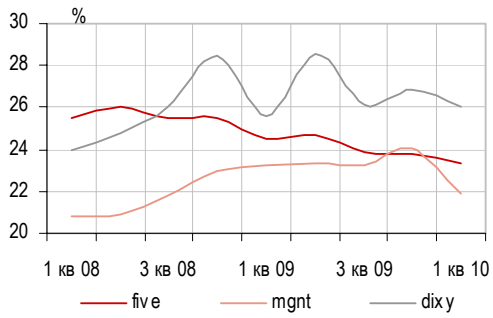
Динамика выручки (в руб.) % год к году



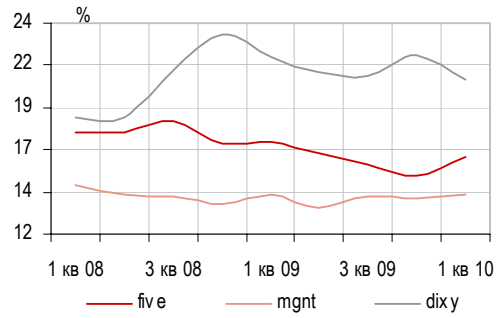
Источники: Росстат, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Операционные результаты Дикси и Магнита (X5 Retail Group не публикует месячные данные) за первые 4 месяца года также демонстрируют ускорение темпов роста выручки, что объясняется восстановлением сопоставимых продаж. Последнее, в свою очередь, обусловлено увеличением количества покупателей, что стало результатом снижения торговой наценки.

Динамика валовой рентабельности



Динамика доли расходов SG&A к выручке



Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Судя по финансовым результатам за 1-й квартал 2010 г., снижение торговой наценки удается компенсировать сокращением операционных расходов благодаря оптимизации количества персонала и пересмотру договоров аренды.

Порадовали результаты Росинтера за 1-й квартал: восстановление сопоставимых продаж и сокращение расходов заметно повысили рентабельность. Если компании удастся сохранить достигнутый уровень маржи, то мы будем вынуждены пересмотреть наш целевой уровень стоимости акций в сторону повышения.

Отчетность М.Видео за 2009 год в целом не преподнесла сюрпризов, однако мы отмечаем значительное высвобождение рабочего капитала из-за увеличения сроков оплаты поставщикам. Отсутствие долга и положительный свободный денежный поток позволил компании впервые после IPO выплатить дивиденды. Объем дивидендных выплат составил 53 % от чистой прибыли по МСФО, что делает компанию одной из самых щедрых по этому показателю в потребсекторе после Балтики.

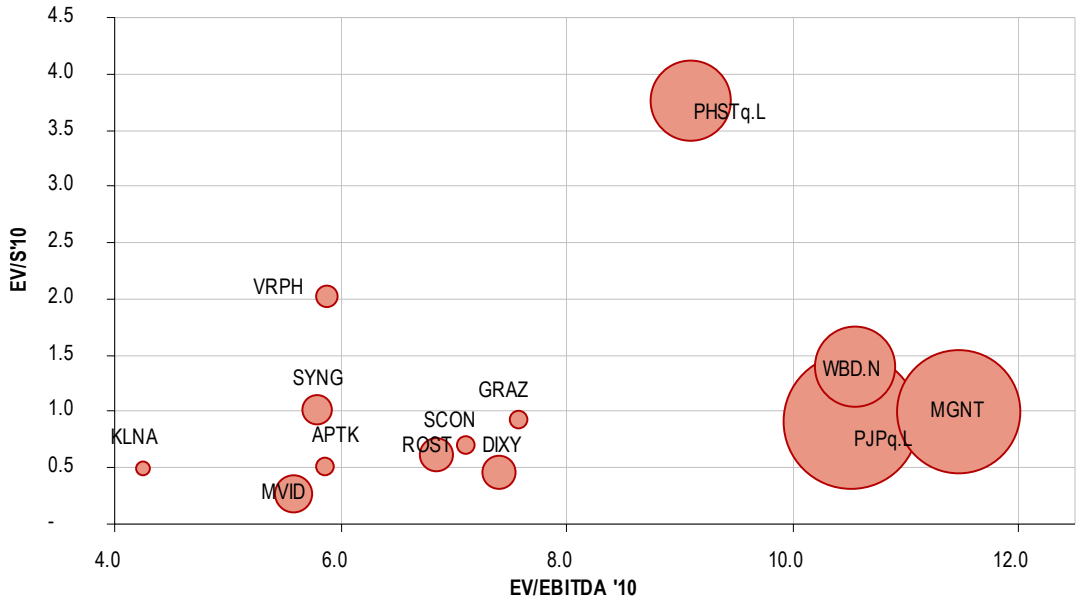
В мае мы повысили наш целевой уровень по акциям Верофарма до $ 44.6. В 2009 г. компания продемонстрировала крайне невыразительные финансовые результаты, однако на конференц-колле менеджмент фармкомпании заверил инвесторов и аналитиков, что сложный год позади. В 2010 г. компания ожидает рост выручки на 15-20 % (наш прогноз – 18 %), а рентабельность EBITDA на уровне 40 % (наш прогноз – 34 %).

Ключевые рекомендации

Мы продолжаем считать, что акции **X5 Retail Group** обладают высоким потенциалом роста, при том что Группа является наиболее M&A активной среди публичных ритейлеров, что делает ее основным бенефициаром роста рынка розничной торговли в России. Мы считаем, что рынок недооценивает успехи компании в снижении коммерческих расходов: восстановление продаж на кв. м с большой вероятностью приведет к росту рентабельности.

Похоже, что **Дикси** удается постепенно нивелировать последствия неудачного запуска распределительного центра в конце 2008 г.: динамика LFL-продаж начинает заметно улучшаться. Основным риском для акций компании, что и объясняет дисконт к сопоставимым сетям, являются относительно низкие темпы роста торговой площади.

Оценка компаний сектора



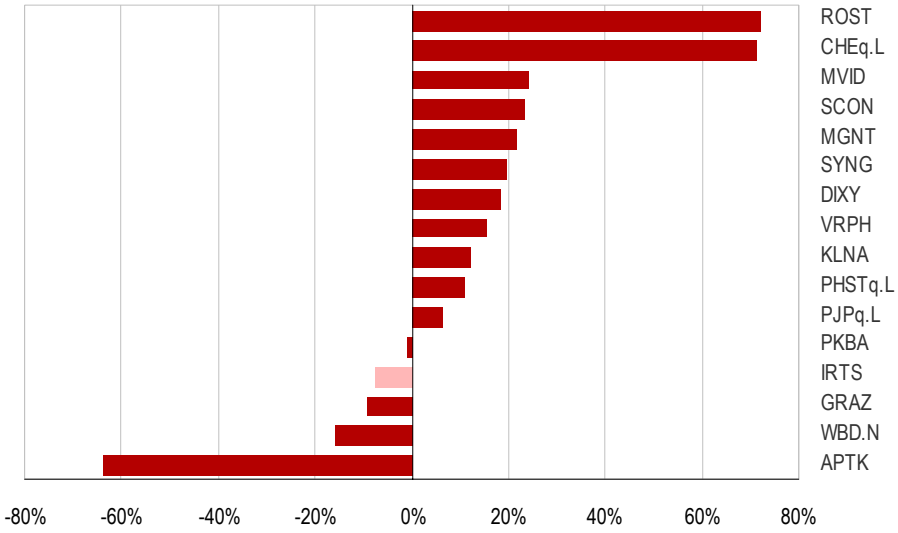
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
X5	8 717	12 024	14 987	736	1 023	1 294	165	351	579
Магнит	5 354	7 977	10 375	509	690	893	278	365	472
Дикси	1 710	2 206	2 592	88	136	169	- 3	27	52
М-Видео	2 305	2 842	3 373	101	136	176	32	61	90
Росинтер	269	348	423	25	34	45	- 2	8	15
Вимм-Билль-Данн	2 181	2 704	2 989	307	357	409	117	156	197
Синергия	568	673	742	92	118	132	34	51	67
Калина	457	581	642	49	67	73	13	28	35
Фармстандарт	758	898	936	303	369	425	215	274	318
Верофарм	138	179	207	44	61	72	35	42	52
Аптеки 36.6	679	809	889	42	71	86	- 25	- 15	- 2
Разгуляй	953	1 240	1 391	98	150	200	- 27	22	74

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

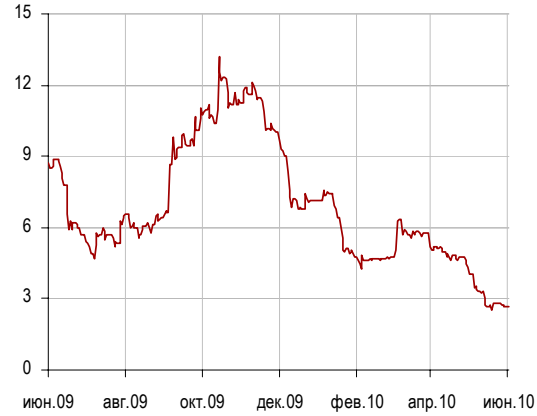
X5

Седьмой Континент

Магнит

Дикси

Аптечная сеть 36.6

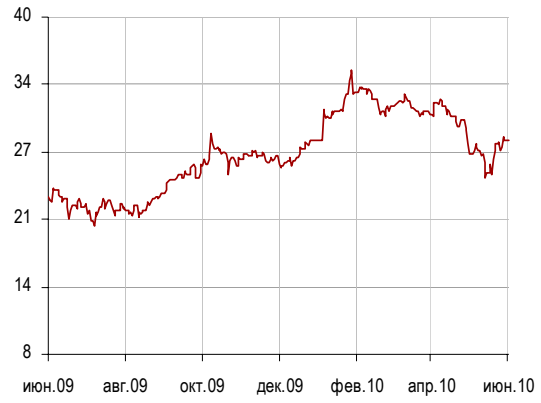


Росинтер

М.Видео

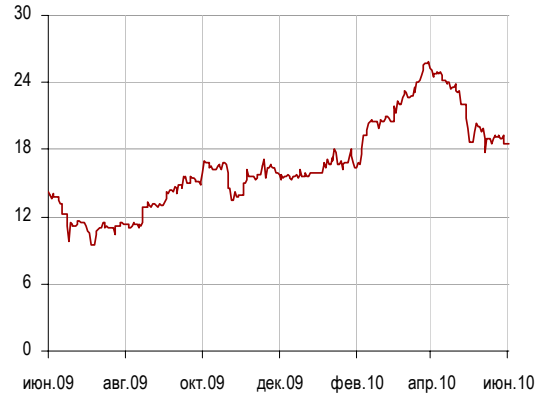
Синергия

Балтика



Вимм-Билль-Данн

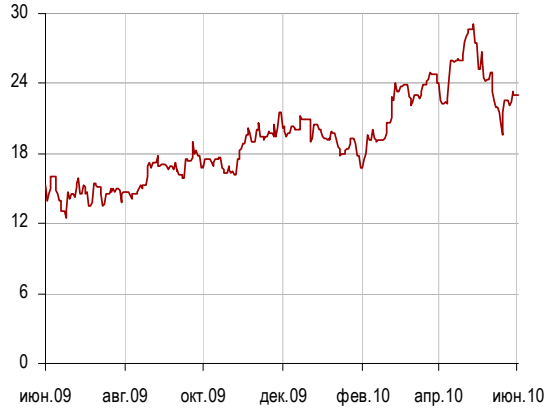
Калина



Разгуляй

Верофарм

Фармстандарт



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Машиностроение

Еще 10 млрд руб. на поддержку рынка

Российский автомобильный рынок продолжает восстанавливаться после кризиса. По предварительным данным, в мае объем рынка относительно аналогичного периода прошлого года увеличился на 17 %. Динамика продаж АвтоВАЗа была еще более внушительной: +62 %. Около трети всех проданных автомобилей пришлись на действующую программу утилизации.

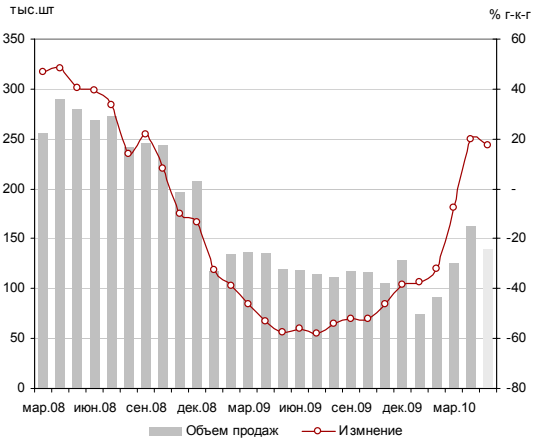
В начале июня стало известно о готовящемся увеличении программы утилизации – основного драйвера роста российского рынка. В ближайшие месяцы ожидается, что на программу будет выделено еще 10 млрд руб., что удвоит ее размер. Как следствие, в ближайшее время могут быть скорректированы в сторону повышения и производственные планы российских автопроизводителей.

		Цена $	MCap млн. $	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель $	Потенциал	Рекомендация
АвтоВАЗ	AVAZ	0.44	608	neg	0.3	neg	0.53	21%	покупать
ГАЗ	GAZA	27.0	500	neg	0.4	neg	-		
Sollers	SVAV	15.0	514	neg	0.7	7.3	19.9	33%	покупать
КАМАЗ	KMAZ	2.13	1 505	neg	0.7	13.5	1.9	-11%	продавать
Силовые машины	SILM	0.20	1 760	146.7	1.1	12.8	-		

Основные тенденции

В мае на российском автомобильном рынке сохранилась положительная динамика продаж. По предварительным данным, всего за месяц было продано 140 тыс. легковых и легких коммерческих автомобилей, что на 17 % выше уровней аналогичного периода прошлого года. Относительно апреля произошло снижение, что, впрочем, связано с сезонным фактором. Традиционно в России в летние месяцы снижается потребительская активность. Соответственно, в ближайшие два-три месяца апрельские рекорды, скорее всего, не повторятся.

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



Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

Как и месяц назад, поддержку рынку оказывает государственная программа обмена старых автомобилей на новые. По данным СМИ, на конец прошлого месяца практически все утилизационные сертификаты были выданы, а на наиболее спросовые модели сохраняются очереди.

Эффективность программы утилизации подтолкнула Правительство на предоставление новых мер поддержки рынка. Так, на прошлой неделе Владимир Путин сообщил об увеличении программы утилизации еще на 10 млрд руб., или в 2 раза. Соответственно, в 2010 г. в обмен на старые автомобили будет продано не 200 тыс., а 400 тыс. машин. Важным моментом является

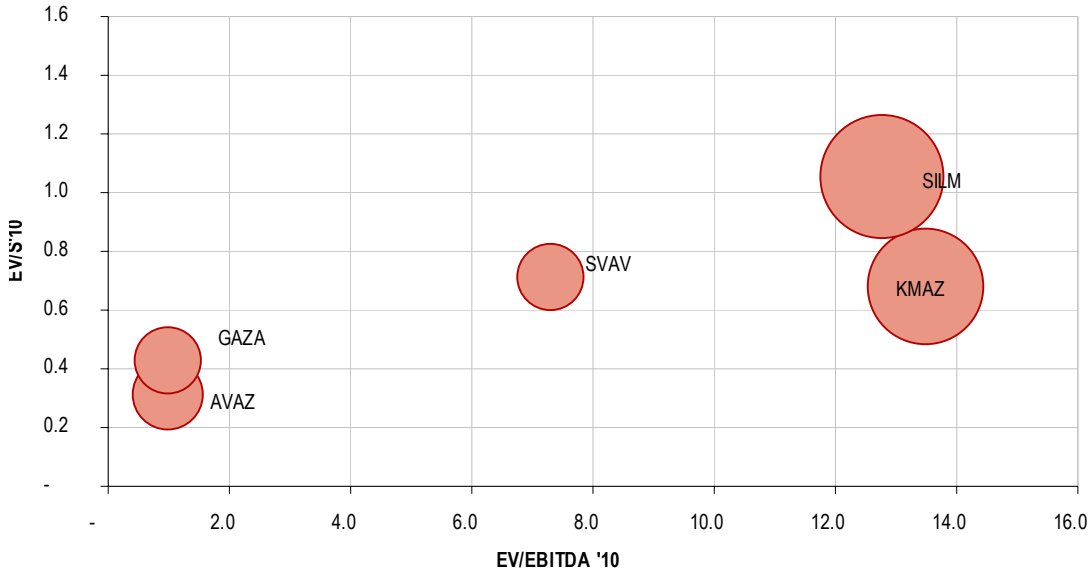
то, что во избежание резких провалов рынка после окончания действия госпрограмм (как это было в европейских странах), скорее всего, в России будут приниматься меры, направленные на постепенный отказ государства от поддержки сектора, что позволяет ожидать, что и в следующем году программа утилизации будет существовать.

До объявления планов об увеличении программы выкупа старых автомобилей АвтоВАЗ – главный бенефициар государственных программ – объявил о расширении производственных планов. По новым прогнозам, в текущем году автопроизводитель соберет и реализует 570 тыс. вместо 450 тыс., запланированных в начале года. С учетом увеличения объема утилизационной программы не исключено, что планы крупнейшего российского автопроизводителя вновь будут скорректированы.

Ключевые рекомендации

Введение дополнительных мер по стимулированию спроса является благоприятной новостью для акций машиностроительных компаний, в частности для АвтоВАЗа, планируемый уровень загрузки производственных мощностей которого вполне может вывести предприятие на безубыточный уровень. В данной связи без учета внешних факторов фундаментальная стоимость компаний сектора увеличивается. Впрочем, большинство компаний сектора уже учитывают в своей стоимости произошедшие улучшения. По нашим оценкам, в настоящее время потенциал сохраняется лишь в акциях Sollers.

Оценка компаний сектора



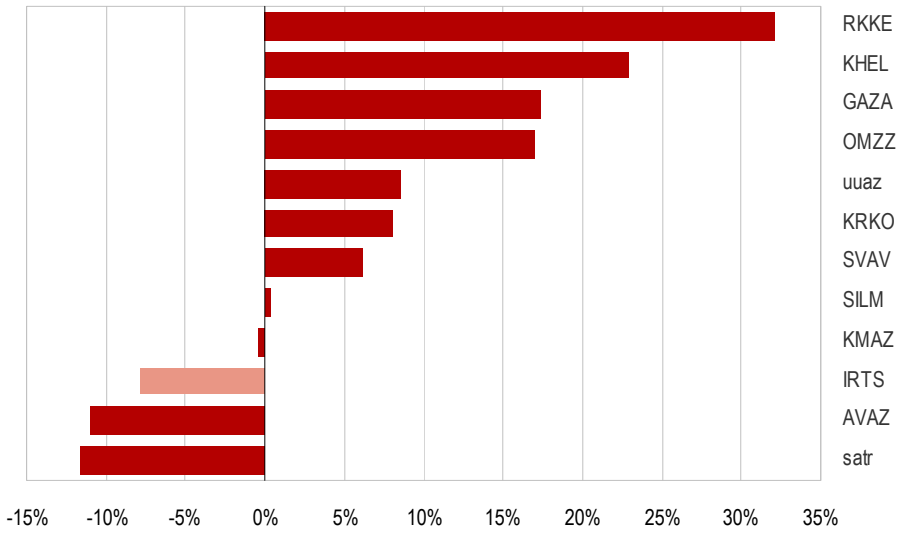
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
АвтоВАЗ	5 717	5 846	6 139	- 800	200	230	- 1 200	- 600	15
ГАЗ	2 457	3 797	4 366	- 100	120	138	- 449	- 260	- 50
Sollers	1 095	1 810	2 263	8	175	222	- 160	- 10	5
КАМАЗ	2 324	3 021	3 626	58	151	189	- 5	- 5	10
Силовые машины	1 592	1 489	1 709	158	122	160	41	12	10

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

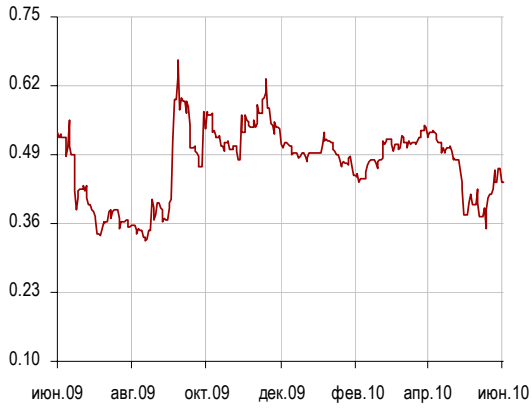
Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

АвтоВАЗ



ГАЗ

Sollers

КАМАЗ

Силовые машины

Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Транспорт

Не сбавляя темпов

Закрытие европейских аэропортов из-за извержения исландского вулкана привело к остановке роста мировой авиаиндустрии. По итогам апреля пассажирооборот мирового авиатранспорта сократился на 2.4 %. В Европе перевозки упали на 11 %. После подведения итогов IATA снизила прогноз чистой прибыли авиакомпаний с $ 2.8 до 2.5 млрд. По прогнозам европейские авиаперевозчики, скорее всего, в текущем году останутся убыточными.

Несмотря на замедление трафика во всем мире, российский авиарынок продолжает динамично развиваться. Вместе с высокими темпами роста авиакомпании демонстрируют качественное улучшение финансовых показателей, о чем ярко свидетельствует опубликованный в начале июня отчет Аэрофлота.

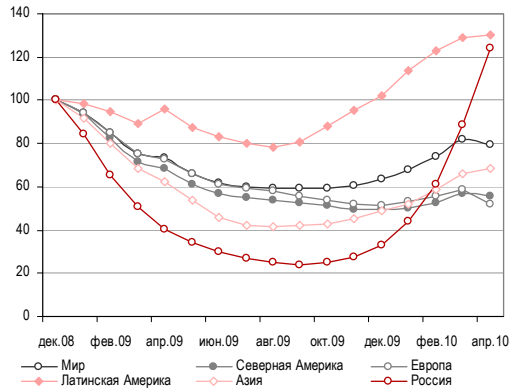
		Цена $	MCap млн. $	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Аэрофлот	AFLT	1.85	2 056	22.8	0.7	6.1	-		
Ютэйр	TMAT	0.37	214	23.4	0.5	10.7	-		
НМТП	NCSP	12.0	3 082	13.9	4.6	7.8	-		

Основные тенденции

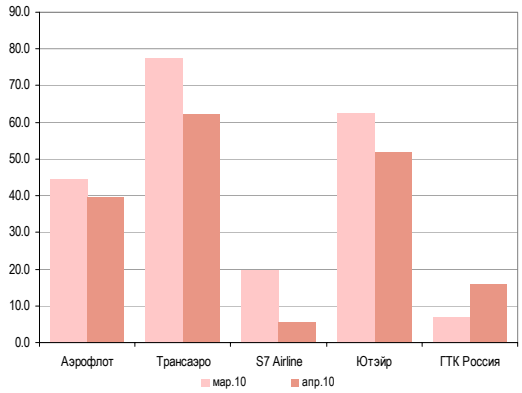
В мае были подведены апрельские итоги мировой авиаиндустрии. По данным IATA, в результате извержения исландского вулкана мировой рынок авиаперевозок в апреле сократился на 2.4 %. Сильнее всего от природного катаклизма, как и ожидалось ранее, пострадали европейские авиаперевозчики, сократившие пассажирооборот на 11 %.

Российская авиаиндустрия в апреле продолжила набирать обороты. По данным Росавиации, за месяц пассажирооборот авиакомпаний к аналогичному периоду прошлого года увеличился на 40.4 %. По темпам восстановления в апреле российский авиарынок вплотную приблизился к латиноамериканским странам, практически не пострадавшим в результате кризиса.

Региональные индексы пассажирооборота*



Динамика пассажирооборота крупнейших российских авиакомпаний, %



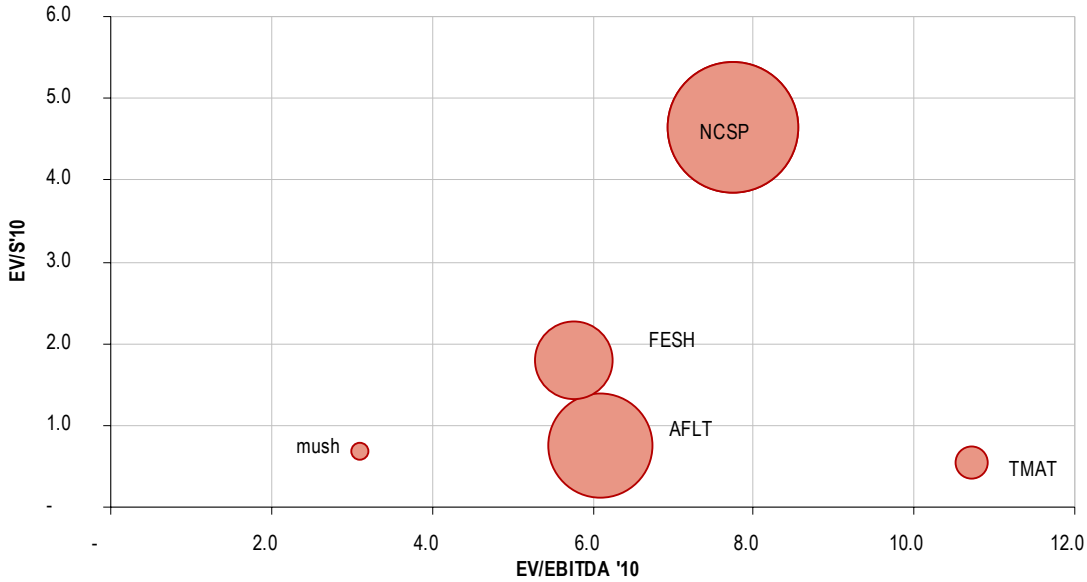
*- декабрь 2008 г. – 100 %

Источники: Bloomberg, IATA, Росавиация, Аналитический департамент Банка Москвы

В начале июня свои финансовые результаты за прошлый год опубликовал Аэрофлот. В целом мы полагаем, что прошлый, хотя и очень сложный, год российский лидер сумел завершить достаточно удачно. Компания продолжает модернизировать свой парк и производственную структуру, что позволяет снижать расходы. Так, по данным компании, удельный расход топлива сократился на 9.4 %. В целом же по итогам прошлого года топливные расходы упали на 53 %, при том что выручка компании сократилась лишь на 27 %. Текущий год начался более удачно для Аэрофлота: уровень загрузки рейсов на 5-7 % превышает показатели прошлого года,

растут доходные ставки.

Оценка компаний сектора



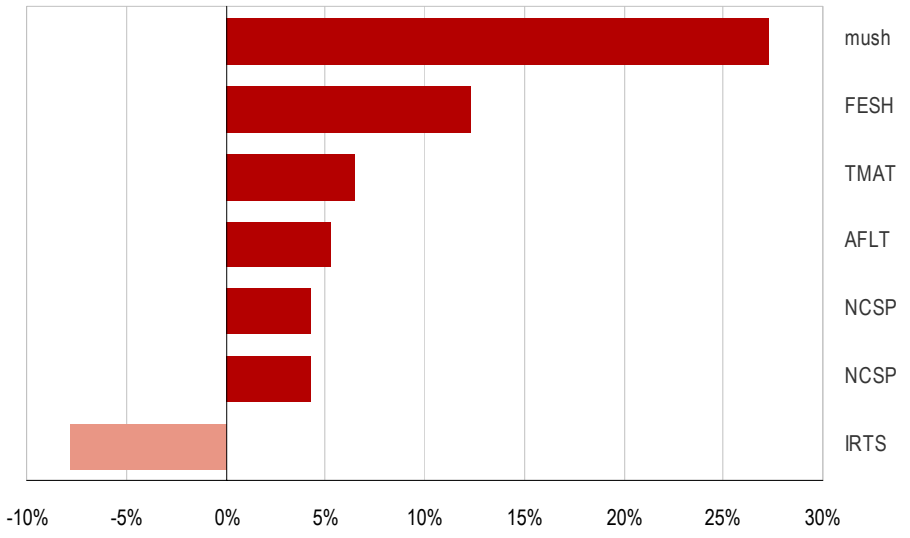
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
Аэрофлот	3 272	3 828	4 402	378	464	572	48	90	119
Ютэйр	792	911	1 093	20	46	55	2	9	11
НМТП	675	728	801	428	435	456	250	221	232

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



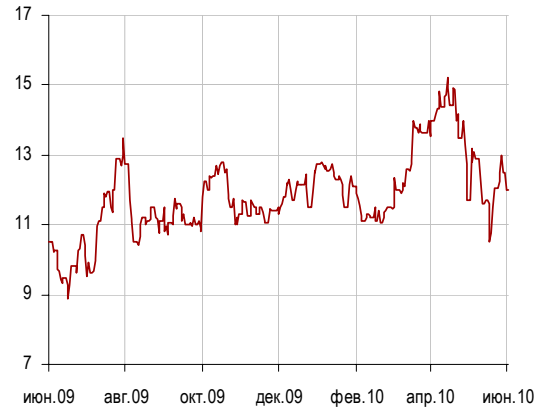
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Аэрофлот

ЮТэйр

НМТП



Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Вокруг M&A

Слухи о возможной смене контролирующего акционера крупнейшей компании сектора – Уралкалия – придали бумагам компании неплохой импульс для роста на слабом рынке. В то же время фундаментальная ситуация в секторе остается достаточно сложной.

		Цена $	MCap млн. $	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Уралкалий	URKA	3.68	7 808	17.9	6.0	11.6	3.11	-15%	продавать
Сильвинит	SILV	540	4 226	6.2	3.7	5.6	812	50%	покупать
Акрон	AKRN	24.9	1 186	9.9	1.2	5.5	33.0	33%	продавать

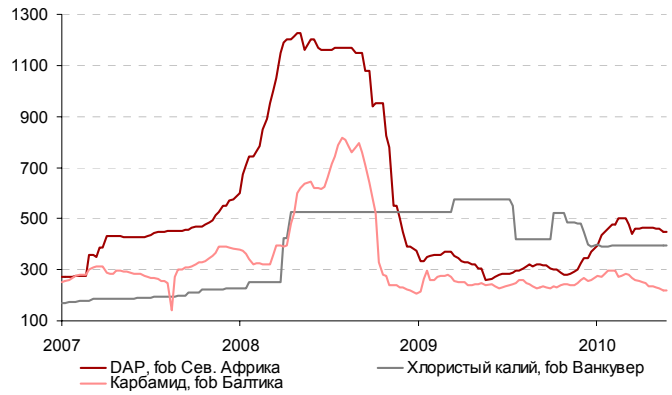
Основные тенденции

Ключевым событием, оказавшим влияние на котировки акций компаний сектора в мае, стали вовсе не новости с рынка минеральных удобрений, а слухи о возможной смене ключевого акционера Уралкалия, которые сама компания не стала опровергать. Возможность замены Д. Рыболовлева, контролирующего акционера Уралкалия, на одного или нескольких российских миллиардеров были встречены рынком очень позитивно: за считанные дни акции компании выросли почти на 20 %. По всей видимости, участники рынка надеются, что новому собственнику удастся урегулировать висящие над компанией, как дамоклов меч, возможные претензии, связанные с затоплением рудника в 2006 г., а также избежать введения экспортных пошлин на калийные удобрения.

Впрочем, отметим, что до сообщения о возможной продаже контрольного пакета бумаги Уралкалия были одними из лидеров снижения на российском рынке акций за последние месяцы и торговались заметно ниже уровней даже годичной давности, так что некоторая коррекция в бумагах компании выглядит довольно естественной.

Тем не менее, мы по-прежнему не видим фундаментальных причин для роста бумаг сектора: цены на основные виды минеральных удобрений не только не демонстрируют ожидаемого подъема, но и продолжают снижаться, находясь заметно ниже консенсус-прогнозов участников рынка на 2010 год. В калийной отрасли объемы продаж несколько выросли, однако о существенном оживлении говорить не приходится и здесь – потребители по-прежнему «в штыки» воспринимают любое, даже сравнительно небольшое повышение цен, а увеличение внутреннего производства в Китае остается угрозой для отрасли.

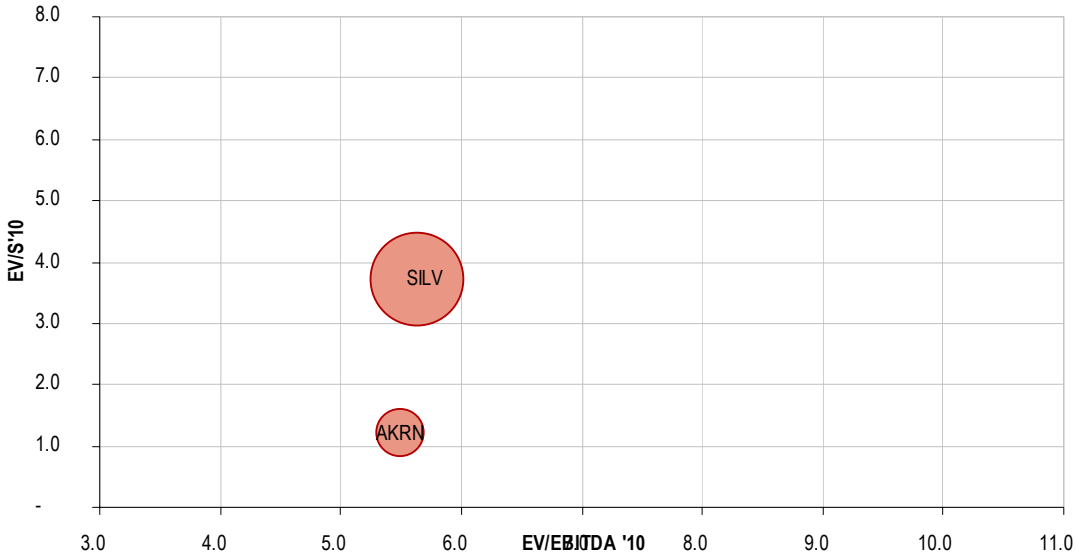
Цены на основные виды минеральных удобрений, $/тонна



Источник: Bloomberg

В этих условиях наиболее перспективной идей в секторе нам представляются бумаги **Сильвинита** исключительно на идее сокращения дисконта с акциями Уралкалия. Сильвинит стоит почти вдвое дешевле Уралкалия, хотя не уступает своему конкуренту ни по операционным, ни по финансовым показателям

Оценка компаний сектора



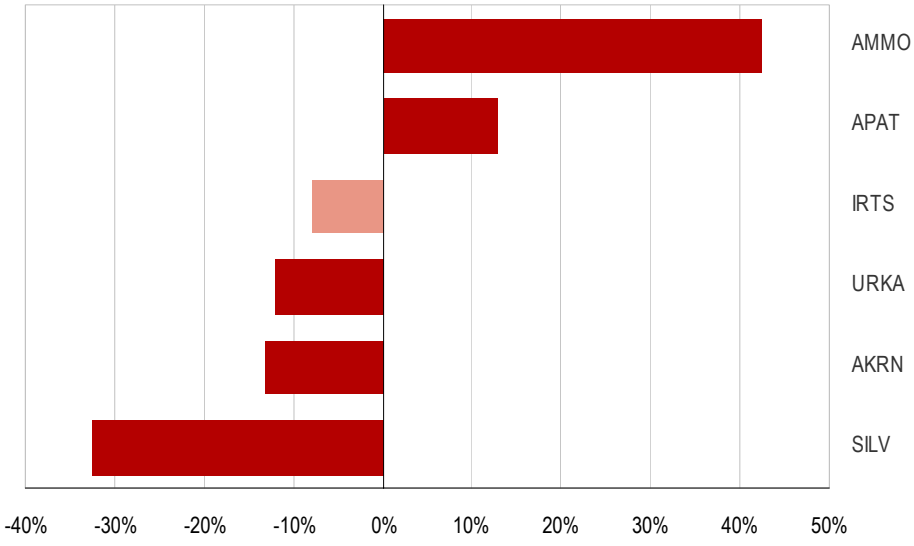
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
Уралкалий	1 064	1 350	1 678	515	699	881	286	436	573
Сильвинит	1 051	1 404	1 589	749	925	1 002	524	682	745
Акрон	1 182	1 675	1 873	230	365	317	223	120	99

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года

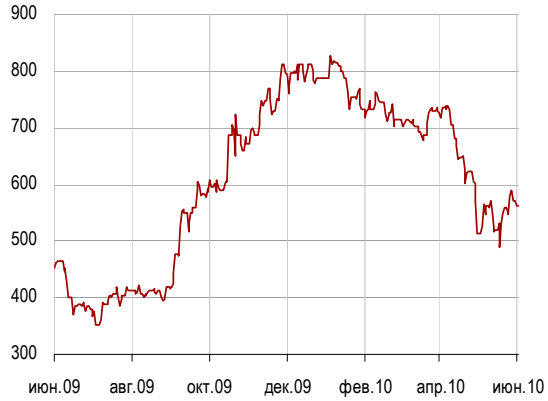


Источник: РТС, ММВБ

Динамика акций сектора за год

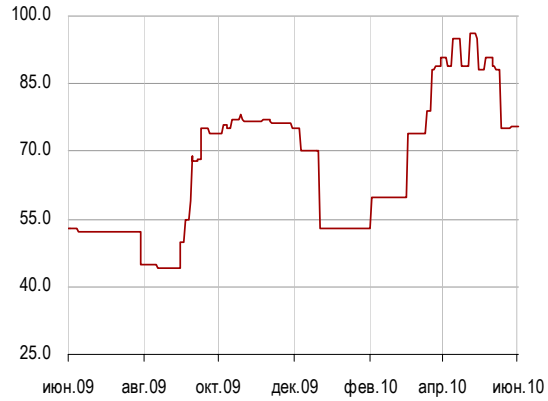
Уралкалий

Сильвинит



Акрон

Аммофос



Банк Москвы

Контактная информация

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

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

Управление рынка акций

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

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ
Борисов Денис, к.э.н
Borisov_DV@mmbank.ru

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

Электроэнергетика
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван
Rubinov_IV@mmbank.ru

Металлургия, Химия
Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей
Kucherov_AA@mmbank.ru

Банки, денежный рынок
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Потребсектор, телекоммуникации
Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Игнатьев Леонид
Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий
Turmyshev_DS@mmbank.ru

Сарсон Анастасия
Sarson_AY@mmbank.ru

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

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

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