

Что может помешать росту?

- Сильные макроэкономические данные по крупнейшей экономике мира – США и ожидания вполне контролируемого замедления экономики в Китае способствуют продолжению роста как на мировых фондовых и товарных рынках, так и на российском рынке акций.
- Тем не менее, в настоящий момент мы видим как минимум три причины, которые уже в ближайшем квартале могут помешать дальнейшему росту российского рынка. Прежде всего, это неустойчивость нынешних цен на нефть, начало ужесточения денежно-кредитной политики в развитых странах и наблюдаемое в этом году прохладное отношение инвесторов к развивающимся рынкам.
- Мы по-прежнему не верим в сохранение нынешних цен на нефть в долгосрочном периоде и, как следствие, не видим существенного фундаментального потенциала роста в бумагах нефтегазовых компаний, которые, на наш взгляд, целесообразно использовать лишь в качестве краткосрочной спекулятивной ставки в расчете на рост напряженности в регионе MENA или в качестве защитной инвестиции (в силу особенностей налогообложения).
- Холодное отношение к бумагам компаний нефтегазового сектора определяет и наш прогноз по индексу РТС. Наше целевое значение индекса РТС на конец года составляет 2050 пунктов, что не сильно отличается от текущих значений индекса. За пределами нефтегазового сектора мы видим еще достаточно много компаний, чьи акции до конца года могут существенно подорожать. В наш список ключевых рекомендаций входят по 2-3 компании из сектора металлургии, электроэнергетики, телекоммуникаций и потребительского сектора.
- По сравнению с предыдущей стратегией мы вносим в список наших top-picks два изменения: бумаги Башнефти и UC RUSAL мы предлагаем заместить акциями Vimpelcom Ltd и Синергии. Наш текущий топ-лист выглядит следующим образом: МТС, Русгидро, ОГК-4, ОГК-5, ММК, Распадская, Мечел, Vimpelcom Ltd, X5, Синергия.

Содержание

Стратегия – апрель 2011	3
Что может помешать росту?	
Экономика	6
Дорогая нефть не приведет к ускорению экономики	
Рынок акций.....	13
Тенденции все те же	
Долговые рынки.....	19
На рубль надейся, но сам не плошай	
Нефть и газ.....	27
Эйфория продолжается	
Металлургия.....	30
Все больше оснований для оптимизма	
Электроэнергетика	34
Появление ясности?	
Телекоммуникации.....	37
Снова в фокусе	
Банковский сектор	40
В ожидании глобальных перемен	
Потребительский сектор	42
Синергия: бумаги перепроданы, добавляем в Top-picks	
Автомобилестроение	45
Хорошее начало года	
Минеральные удобрения.....	48
Пока без изменений	
Транспорт	50
Сильные итоги начала года компенсируются давлением с рынка нефти	
Контактная информация.....	53

Юрий Волков, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Стратегия – апрель 2011

Что может помешать росту?

Силы, движущие вверх мировые фондовые индексы, оказались столь мощны, что даже разрушительное землетрясение в Японии и угроза ядерной катастрофы в марте не смогли переломить восходящий тренд на основных развитых площадках. Действительно, в последние недели рынки получили важные подтверждения того, что экономика Соединенных Штатов – традиционного «локомотива» мирового экономического роста – чувствует себя как нельзя лучше, а опасения по поводу резкого замедления второго двигателя роста мировой экономики – Китая – сильно преувеличены.

Экономика США продолжает набирать обороты...



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

...а замедление в Китае выглядит управляемым



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Казалось бы, в условиях, когда ситуация в мировой экономике вполне сопоставима с докризисной, а ключевые фондовые индексы США и Западной Европы – все еще на 10-15 % ниже уровней 2007 года, продолжению роста на мировых площадках, а значит и на российском рынке акций ничего не мешает. Однако, мы бы выделили, три фактора, которые сдерживают наш оптимизм относительно российского рынка акций на предстоящий квартал и заставляют занимать более нейтральную позицию:

1. Текущие цены на нефть смотрятся как временные...

Взлет нефтяных котировок до \$ 119 за баррель нефти марки Brent состоялся во многом благодаря экстраординарному фактору – волнениям на Ближнем Востоке и началу гражданской войны в Ливии. Несмотря на то, что дальнейшее развитие геополитических событий предсказывать достаточно тяжело, можно предположить, что напряженная ситуация в регионе

MENA вряд ли продлится вечно, а значит и «военная» премия в нефтяных котировках через какое-то время рискует исчезнуть.

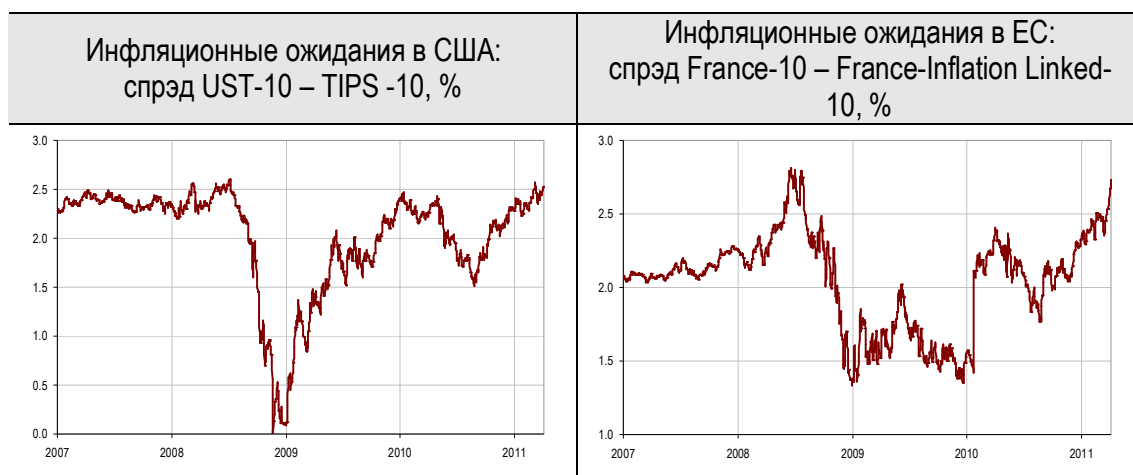
... или угрожающие мировому экономическому росту

При этом, если нестабильность на Ближнем Востоке продолжит влиять на нефтяные котировки, то цены на черное золото приблизятся к тем уровням, на которых резко возрастет опасение относительно влияния высоких нефтяных котировок на начавший набирать обороты мировой экономический рост. Данный факт может оказать негативное влияние как фондовые рынки, так и на долгосрочные цены на нефть, что будет сдерживать рост бумаг нефтяных компаний.

2. Ужесточение денежно-кредитной политики в развитых странах уже начинается

Весьма вероятно, что уже на этой неделе мы станем свидетелями первых реальных шагов по ужесточению денежно-кредитной политики в одном из мировых эмиссионных центров: Европейский ЦБ может поднять размер учетной ставки уже на ближайшем заседании 7 апреля. В США увеличение ставки пока не стоит на повестке дня, однако программа QE2 стремительно приближается к концу – к следующему заседанию FOMC 26-27 апреля ей останется существовать менее двух месяцев.

Безусловно, нынешнее ужесточение денежно-кредитной политики в развитых странах (если оно и реализуется) будет происходить на фоне существенного улучшения экономической ситуации в мире, а первые шаги монетарных властей в этом направлении, вероятно, будут более чем мягкими и осторожными. Тем не менее, реальное ужесточение денежно-кредитной политики в США и ЕС станет серьезным испытанием как для фондовых, так и для товарных рынков, тем более, что рост цен на энергоносители и инфляционные ожидания в США и ЕС не оставляют регуляторам слишком много времени для проявления осторожности.



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

3. Отношение инвесторов к emerging markets остается негативным

В прошлой стратегии мы подробно останавливались на тенденции вывода глобальными инвесторами денежных средств из развивающихся рынков в пользу развитых стран. Эта тенденция остается актуальной и по сей день: в марте отток из фондов emerging markets продолжился, хоть и существенно меньшими темпами, чем в первые два месяца года. Россия пока остается в числе фаворитов из-за растущих цен на нефть, однако «деревья не растут до небес» и рассчитывать на то, что отношение к России до конца года будет лучше, чем к другим emerging markets вряд ли придется, особенно если вспомнить, что этот год в России предвыборный...

Россия – концепция «двух рынков» сохраняется

Российский фондовый рынок продолжает оставаться разделенным на два основных сектора – нефтегазовый сектор и все остальное, причем первый из этих секторов дорожает значительно быстрее. Мы по-прежнему придерживаемся точки зрения, что акции нефтегазовых компаний можно использовать в качестве краткосрочной ставки на усиление напряженности на Ближнем Востоке или в качестве «защитной» инвестиции. Фундаментально более привлекательными мы видим отрасли из «остального» российского рынка – металлургию, электроэнергетику, телекомы и

потребительский сектор, из бумаг которых и составлен наш список top picks.

Глобальных изменений в наши targets мы пока не вносим, однако не исключаем, что в апреле на фоне увеличения прогнозных краткосрочных цен на нефть наши оценки целевой стоимости по бумагам нефтяных компаний подвергнутся некоторой корректировке. Наш target по индексу РТС на конец 2011 за последний месяц был повышен с 1950 до 2050 пунктов, главным образом, благодаря повышению оценок по газовым компаниям, но принципиальный взгляд на рынок не меняется – мы ожидаем, что в конце года значение индекса РТС не будет сильно отличаться от текущих уровней.

Кирилл Тремасов.
Tremasov_KV@mmbank.ru

Дорогая нефть не приведет к ускорению экономики

Влияние дорогой нефти на реальные темпы роста экономики значительно изменилось по сравнению с докризисной моделью, т.к. в отличие от предыдущих лет рост цен на нефть не приводит к автоматическому увеличению госрасходов и частных инвестиций. Мы полагаем, что рассчитывать на ускорение экономического роста благодаря дорожающей нефти не стоит, по крайней мере, в перспективе текущего года.

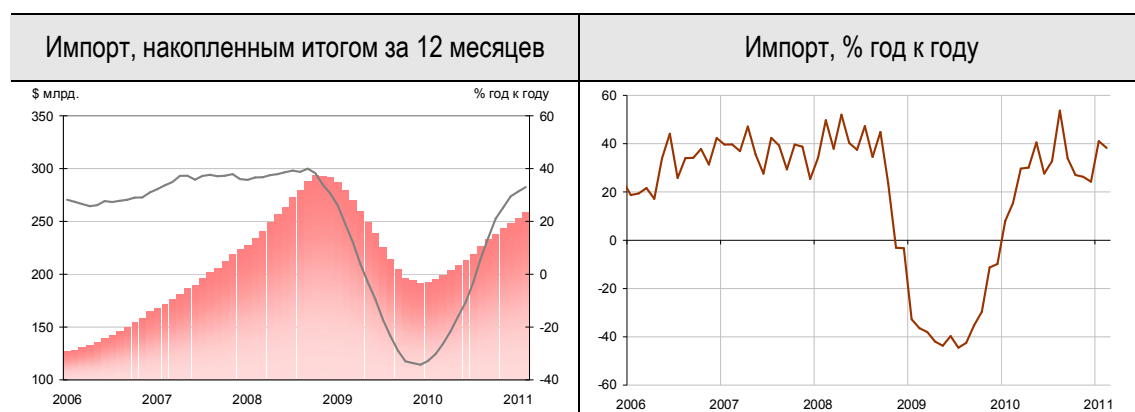
Наш прогноз месячной давности относительно прекращения процесса укрепления рубля оправдался. Во втором квартале мы видим ослабление фундаментальных факторов поддержки национальной валюты и готовы поставить, скорее, на ослабление рубля против бивалютной корзины, нежели на его рост. Укрепление рубля к корзине может возобновиться лишь в одном случае – если цены на нефть пойдут выше \$ 120 за баррель.

Неубедительная динамика в начале года

Начало года оказалось достаточно слабым для российской экономики. По оценкам МЭР в январе объем реального ВВП с устранением сезонного влияния снизился на 0.3 % к предыдущему месяцу, а в феврале увеличился на 0.2 %. Фактически в январе-феврале экономика топталась на месте.

Главным фактором слабости экономики явилась инвестиционная пауза – после резкого скачка в 4-м квартале 2010 года инвестиционный спрос в начале 2011 года снизился. В то же время потребительский спрос был серьезно поддержан за счет укрепления рубля. Рост рубля не только охладил инфляционное давление, но и привел к заметному оживлению в секторе розничной торговли.

Однако влияние роста потребительского спроса на национальную промышленность оказалось крайне ограниченным. Индекс промышленного производства в феврале показал нейтральную динамику месяц к месяцу с устранением сезонности, в то время как импорт продемонстрировал мощный скачок – по итогам января-февраля рост импорта составил около 40 % год к году, а за весь первый квартал прирост этого показателя составит, по нашим оценкам, не меньше 37-38 % год к году. Фактически динамика импорта вернулась к докризисным значениям.



Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

Несмотря на слабость экономической динамики в начале года, мы считаем неправильным экстраполировать эти тенденции на ближайшие месяцы. Январь-февраль – это традиционные месяцы «зимней спячки» российской экономики, которая начинает просыпаться лишь в марте-апреле. На наш взгляд, делать какие-либо выводы о перспективах экономики в 2011 году и пересматривать прогнозы можно будет лишь после подведения итогов 1-го квартала.

В следующей Стратегии мы намерены скорректировать наши среднесрочные макропрогнозы, заложив в них более высокую цену нефти. Однако по нашим оценкам, более дорогая нефть

приведет, прежде всего, к повышению номинальных показателей. Влияние цен на нефть на реальные показатели в текущей ситуации мы оцениваем как крайне ограниченное. Мы считаем, что воздействие этого фактора на реальные темпы роста экономики значительно изменилось по сравнению с докризисной моделью. Если в докризисный период пересмотр прогнозов цен на нефть практически ежегодно приводил к пересмотру расходной части федерального бюджета и расширению инвестиционных программ нефтяных компаний, то сейчас подобных планов ни в государственном секторе, ни в частном мы не видим. И бизнес, и государство не верят в устойчивость нынешних нефтяных цен (и правильно делают!) и не собираются пока расширять свои расходы (возможно, речь об этом пойдет в следующем году). Если твердость этих позиций сохранится до конца года (приближающиеся выборы могут внести коррективы), то сверхдоходы от дорогой нефти будут стерилизованы за счет резервного фонда и оттока капитала. Иными словами, в экономику эти деньги не поступят. Влияние цен на нефть на реальные темпы роста в таком сценарии будет ограниченным, по крайней мере, в перспективе текущего года.

Во 2-м квартале давление на рубль может увеличиться

В прошлой Стратегии мы отмечали, что укрепление рубля в условиях оттока капитала является временным явлением, и предполагали, что рост рубля прекратится в самое ближайшее время. Динамика валютных курсов в марте подтвердила этот прогноз.

Во втором квартале мы видим ослабление фундаментальных факторов поддержки национальной валюты и готовы поставить, скорее, на ослабление рубля против бивалютной корзины, нежели на его рост.

Причины нашего пессимизма в отношении рубля – не прекращающийся отток капитала (по нашим оценкам, в марте он мог составить \$ 5-10 млрд, а за весь 1-й квартал - \$ 25-30 млрд) и опережающий рост импорта. Как мы уже отмечали выше, в январе-марте импорт мог увеличиться по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 37-38 %, в то время как рост экспорта составил лишь около 25 %.

Несмотря на опережающий рост импорта сальдо счета текущих операций в 1-м квартале было рекордным (по нашим оценкам, \$ 35-37 млрд), однако во 2-м квартале из-за влияния сезонных факторов может сократиться на \$ 9-11 млрд (при сохранении цен на нефть на текущих уровнях). При этом факторов, способных привести к замедлению оттока капитала, мы не видим. Напротив, по мере приближения выборов усиливается политическая нестабильность, а объем погашения внешнего долга российскими компаниями во втором квартале возрастает.

По нашим оценкам, укрепление рубля к корзине может возобновиться лишь в одном случае – если цены на нефть пойдут выше \$ 120 за баррель. При стабильности нефтяных цен рубль во 2-м квартале может немножко снизиться по отношению к корзине. При этом пик давления на рубль должен традиционно прийти на 3-й квартал, когда сальдо счета текущих операций сокращается в силу сезонности до минимума.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-мар.11	2011 П	2012 П	2013 П
РЫНОК НЕФТИ (Urals, \$/баррель)									
среднегодовой	60.9	69.4	93.8	60.8	78.2	102.0	82.5	85.0	87.5
на конец года	55.1	91.6	34.8	77.2	91.7	113.1	85.0	85.0	87.5
среднегодовой (рублей за баррель)	1 654	1 774	2 334	1 933	2 376	2 978	2 390	2 365	2 351
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	605	698	872	974	1 226	1 388	1 500	1 400	1 400
на конец года	637	839	882	1 097	1 421	1 426	1 450	1 400	1 400
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	24 160	35 838	21 253	14 757	21 887	26 905	23 500	24 000	24 500
на конец года	34 025	27 200	11 700	18 525	24 750	26 095	23 750	24 250	24 750
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	6 736	7 009	6 879	5 193	7 560	9 637	8 250	8 500	8 750
на конец года	6 308	6 755	3 070	7 375	9 600	9 428	8 300	8 600	8 750
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	2 595	2 661	2 620	1 705	2 200	2 529	2 500	2 600	2 675
на конец года	2 803	2 410	1 540	2 230	2 480	2 648	2 550	2 650	2 700
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	3 250	3 234	1 902	1 688	2 185	2 417	2 550	2 650	2 750
на конец года	4 230	2 430	1 208	2 560	2 454	2 362	2 600	2 700	2 800
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	56	73	171	60	135	173	160	168	175
на конец года	64	90	68	88	155	186	165	170	178
Сталь (LME), \$/тонна									
среднегодовой				361	488	564	520	580	615
на конец года			380	410	547	555	550	600	625
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.37	1.35	1.38	1.40
на конец года	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.42	1.35	1.38	1.40
Доллар/рубль									
среднегодовой	27.14	25.55	24.87	31.77	30.38	29.23	28.97	27.83	26.87
на конец года	26.33	24.55	29.38	30.24	30.48	28.42	28.51	27.38	26.69
Евро/рубль									
среднегодовой	34.11	35.03	36.45	44.20	40.22	40.00	39.11	38.26	37.62
на конец года	34.70	35.93	41.44	43.39	40.33	40.31	38.49	37.65	37.37
Бивалютная корзина (\$–0.55; €–0.45)									
среднегодовой	30.28	29.82	30.08	37.36	34.80	34.08	33.53	32.52	31.71
на конец года	30.10	29.67	34.81	36.16	34.91	33.77	33.00	32.00	31.50
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ									
FED Funds rate	5.25	4.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	1.00	2.50
3m USD LIBOR									
среднегодовой	5.19	5.30	2.93	0.73	0.34	0.31	0.35	0.70	2.25
на конец года	5.36	4.70	1.42	0.25	0.30	0.30	0.35	1.15	3.00
Ставки Банка России									
ставка рефинансирования	11.00	10.00	13.00	8.75	7.75	8.00	8.25	8.00	7.50
ставка по однодневным депозитам	2.25	2.75	6.75	3.50	2.75	3.00	3.25	2.75	2.25
мин. ставка прямого РЕПО	6.00	6.00	9.00	6.00	5.00	5.25	5.50	5.25	4.75
UST 10									
среднегодовой	4.79	4.63	3.65	3.25	3.20	3.44	3.50	4.00	4.00
на конец года	4.70	4.03	2.22	3.84	3.30	3.47	3.50	4.00	4.00
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой	5.93	5.80	6.78	7.42	4.92	4.76	4.75	4.85	5.00
на конец года	5.66	5.53	9.98	5.40	4.80	4.63	4.75	5.00	5.00
спрэд к UST-10, б. п.	95	150	775	156	151	116	125	100	100
Портфель ОФЗ									
среднегодовой	6.80	6.59	7.47	10.11	7.48	6.41	8.00	7.75	7.25
на конец года	6.57	6.53	9.11	8.64	7.43	6.23	8.00	7.75	7.25
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	1 922	2 291	632	1 445	1 773	2 044	2 050	-	-
% год к году	70.7	19.2	-72.4	128.6	22.7	15.3	15.6	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-фев.11	2011 П	2012 П	2013 П
ВВП									
реальный, % год к году	8.2	8.5	5.2	-7.8	4.0	4.4	4.1	4.5	6.0
индекс-дефлятор, % год к году	15.2	13.8	17.9	2.0	10.3	-	11.5	11.0	10.8
номинальный, млрд руб.	26 917	33 248	41 265	38 797	44 491	7 310	51 432	59 404	69 384
% год к году	24.6	23.5	24.1	-6.0	14.7	18.1	15.6	15.5	16.8
номинальный, \$ млрд	992	1 301	1 659	1 221	1 465	247	1 776	2 135	2 582
% год к году	30.0	31.2	27.5	-26.4	19.9	19.5	21.2	20.2	20.9
на душу населения, \$ тыс.	7.0	9.2	11.7	8.6	10.3	1.7	12.5	15.1	18.2
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	6.3	6.8	0.6	-9.3	8.2	6.3	4.4	3.7	3.8
обрабатывающая промышленность	8.4	10.5	0.5	-15.2	11.8	11.8	6.0	4.8	5.0
добыча полезных ископаемых	2.8	3.3	0.4	-0.6	3.6	3.4	2.1	2.0	2.1
производство электроэнергии, воды и газа	3.4	-0.6	0.6	-3.9	4.1	-1.8	2.5	2.2	2.0
Добыча нефти									
% год к году	2.2	2.3	-0.7	1.3	2.2	1.6	0.1	0.1	-0.4
млн т	480	491	488	494	505	82	506	507	505
млн баррелей в сутки	9.65	9.87	9.78	9.93	10.15	10.22	10.16	10.14	10.13
Добыча газа									
% год к году	2.4	-0.5	1.8	-12.4	11.7	-0.7	1.4	0.2	1.3
млрд куб. м	656	653	665	582	650	121	659	661	669
млн б. н. э. в сутки	10.58	10.53	10.69	9.39	10.49	12.07	10.63	10.62	10.79
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	14.1	16.1	13.5	-4.9	4.4	1.9	5.0	8.0	10.0
млрд руб.	8 712	10 869	13 921	14 603	16 436	2 692	18 671	21 985	26 107
% год к году	23.7	24.8	28.1	4.9	12.6	14.2	13.6	17.8	18.8
% к ВВП	32.4	32.7	33.7	37.6	36.9	36.8	36.3	37.0	37.6
Инвестиции в основной капитал									
индекс физического объема, % год к году	16.7	22.7	9.9	-16.2	6.0	-2.3	6.0	8.5	12.0
млрд руб.	4 730	6 716	8 782	7 930	9 151	808	10 906	13 196	16 397
% год к году	31.0	42.0	30.8	-9.7	15.4	7.3	19.2	21.0	24.3
% к ВВП	17.6	20.2	21.3	20.4	20.6	11.0	21.2	22.2	23.6
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году в реальном выражении	18.1	18.2	12.8	-13.2	-0.6	-0.3	5.5	7.5	12.0
млрд руб.	2 351	3 293	4 528	3 998	4 206	382	4 992	5 990	7 442
% год к году в ном. выражении	34.0	40.1	37.5	-11.7	10.2	10.2	18.7	20.0	24.3
% к ВВП	8.7	9.9	11.0	10.3	9.5	5.2	9.7	10.1	10.7
жилищное строительство									
введено жилья, тыс. штук квартир	609	721	768	701	714	58	720	743	792
введено жилья, млн кв. м	50.6	61.0	64.1	59.9	58.1	5.3	58.7	61.6	66.6
% год к году	16.1	20.6	4.6	-6.5	-3.0	-11.5	1.0	5.0	8.0
средний размер квартиры, кв. м	83.0	84.6	83.5	85.4	81.4	92.0	81.5	83.0	84.0
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.36	0.43	0.45	0.42	0.41	0.04	0.41	0.44	0.47
Сельское хозяйство									
% год к году	3.0	3.3	10.8	1.4	-11.9	0.7	5.5	3.0	3.0
Грузооборот транспорта									
млрд т-км	4 800	4 915	4 948	4 446	4 753	796	4 943	5 091	5 249
% год к году	2.7	2.4	0.7	-10.1	6.9	5.3	4.0	3.0	3.1

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-фев.11	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные доходы на душу населения									
рублей в месяц	10 196	12 603	14 939	16 857	18 697	16 073	20 941	24 291	28 178
% год к году	25.7	23.6	18.5	12.8	10.9	5.8	12.0	16.0	16.0
Реальные располагаемые денежные доходы населения									
% год к году	13.5	12.1	1.9	2.3	4.1	-3.4	4.0	6.3	7.3
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц		12 106	14 878	16 792	18 355	16 803	20 649	24 057	28 026
% год к году			22.9	12.9	9.3	7.5	12.5	16.5	16.5
Превышение доходов над расходами, %		3.9	0.4	0.4	1.8	-4.5	1.4	1.0	0.5
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	10 634	13 593	17 290	18 638	21 193	20 875	23 842	27 418	31 805
% год к году	24.3	27.8	27.2	7.8	13.7	11.5	12.5	15.0	16.0
среднегодовая, \$ в месяц	392	532	695	587	698	705	823	985	1 184
% год к году	29.7	35.8	30.7	-15.6	18.9	11.3	18.0	19.7	20.1
Реальная заработная плата									
% год к году	13.3	17.2	11.5	-3.5	4.6	1.8	3.8	5.3	7.3
Рынок труда									
постоянное население, млн ч.	142.2	142.0	141.9	141.9	141.8		141.7	141.6	141.5
изменение за год, тыс. ч.	-533	-212	-105	23	-82		-100	-100	-100
экономически активное население, млн ч.	74.2	75.1	75.9	75.4	75.0	75.2	74.6	74.3	74.0
безработные на конец года, млн ч.	5.13	4.60	5.80	6.17	5.39	5.68	5.20	5.00	4.80
безработица на конец года, %	6.9	6.1	7.6	8.2	7.2	7.6	7.0	6.7	6.5
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн ч.	1.74	1.55	1.52	2.15	1.59	1.666	1.45	1.40	1.40
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.3	2.1	2.0	2.8	2.1	2.2	1.9	1.9	1.9

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-фев.11	2011 П	2012 П	2013 П
Денежная масса									
M2, млрд руб.	8 971	12 869	12 976	15 268	20 012	19 531	23 694	27 864	32 880
% год к году	48.7	43.5	0.8	17.7	31.1	28.2	18.4	17.6	18.0
% к ВВП	33.3	38.7	31.4	39.4	45.0	-	46.1	46.9	47.4
M0, млрд руб.	2 785	3 702	3 795	4 038	5 063	4 893	5 812	6 579	7 408
% год к году	38.6	32.9	2.5	6.4	25.4	23.9	14.8	13.2	12.6
доля в M2, %	31.0	28.8	29.2	26.4	25.3	25.1	24.5	23.6	22.5
% к ВВП	10.3	11.1	9.2	10.4	11.4	-	11.3	11.1	10.7
Инфляция									
индекс потребительских цен, % дек. к дек.	9.0	11.9	13.3	8.8	8.8	9.5	10.5	9.0	8.5
% среднегодовой	9.8	9.1	14.1	11.8	6.9	7.2	8.6	9.8	8.8
индекс цен производителей, % дек. к дек.	10.4	25.1	-7.0	13.9	16.7	21.4	11.0	9.0	8.0
% среднегодовой	12.4	14.2	21.4	-7.2	12.2	13.4	13.9	10.0	8.5
Золотовалютные резервы									
прирост за год, \$ млрд	122	175	-52	13	40	14	95	102	122
на конец года, \$ млрд	304	479	426	439	479	494	574	676	798
% к ВВП	30.6	36.8	25.7	36.0	32.7	-	32.3	31.7	30.9
в т.ч.									
валютные резервы, \$ млрд	296	467	412	417	444	458	530	627	742
золото, \$ млрд	8	12	15	23	36	36	44	49	56
% доля золота в ЗВР	2.7	2.5	3.4	5.2	7.5	7.2	7.6	7.3	7.0
физический объем золота, млн унций	12.8	14.3	16.5	20.8	25.2	25.4	30.0	35.0	40.0
Монетарный курс рубля к доллару									
M2 к ЗВР	29.5	26.9	30.4	34.7	41.7	39.6	41.3	41.2	41.2
по отношению к фактическому курсу	3.2	2.3	1.1	4.5	11.3	10.6	12.8	13.8	14.5

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, млрд руб.	2006	2007	2008	2009	2010	Янв.11	2011 П	2012 П	2013 П
Активы	13 963	20 125	28 022	29 430	33 805	33 207	39 213	46 272	55 526
% год к году	44.0	44.1	39.2	5.0	14.9	13.7	16.0	18.0	20.0
% к ВВП	51.9	60.5	67.6	75.3	76.0	-	76.2	77.9	80.0
Собственный капитал	1 693	2 671	3 811	4 621	4 732	4 732	5 324	6 122	7 102
% год к году	36.3	57.8	42.7	21.2	2.4	2.1	12.5	15.0	16.0
% к ВВП	6.3	8.0	9.2	11.8	10.6	-	10.4	10.3	10.2
% к активам	12.1	13.3	13.6	15.7	14.0	14.3	13.6	13.2	12.8
Депозиты населения	3 810	5 159	5 907	7 485	9 818	9 730	12 273	14 911	17 893
% год к году	38.0	35.4	14.5	26.7	31.2	29.7	25.0	21.5	20.0
% к ВВП	14.2	15.5	14.3	19.1	22.1	-	23.9	25.1	25.8
% к пассивам	27.3	25.6	21.1	25.4	29.0	29.3	31.3	32.2	32.2
Кредиты населению	1 883	2 971	4 017	3 574	4 085	4 080	4 902	5 980	7 415
% год к году	78.3	57.8	35.2	-11.0	14.3	15.1	20.0	22.0	24.0
% к активам	13.5	14.8	14.3	12.1	12.1	12.3	12.5	12.9	13.4
% к депозитам населения	49.4	57.6	68.0	47.7	41.6	41.9	39.9	40.1	41.4
Просроченная задолженность	51	97	149	243	282	287	250	250	280
% к портфелю	2.7	3.2	3.7	6.8	6.9	7.0	5.1	4.2	3.8
Депозиты юридических лиц	2 147	3 520	4 945	5 467	6 036	5 436	6 971	8 087	9 542
% год к году	68.9	64.0	40.5	10.5	10.4	6.2	15.5	16.0	18.0
% к пассивам	15.4	17.5	17.6	18.6	17.9	16.4	17.8	17.5	17.2
Кредиты предприятиям	6 148	9 316	12 510	12 542	14 063	14 136	16 313	19 412	23 101
% год к году	39.8	51.5	34.3	0.3	12.1	13.1	16.0	19.0	19.0
% к активам	44.0	46.3	44.6	42.6	41.6	42.6	41.6	42.0	41.6
Просроченная задолженность	70	86	266	763	743	746	715	680	700
% к портфелю	1.1	0.9	2.1	6.1	5.3	5.3	4.4	3.5	3.0
Просроченная задолженность по кредитам	121	183	415	1 006	1 026	1 033	965	930	980
% к кредитному портфелю	1.5	1.5	2.5	6.2	5.7	5.7	4.5	3.7	3.2
Резервы на возможные потери по кредитам	403	532	899	1 821	1 904	1 909	1 785	1 721	1 764
% к кредитному портфелю	5.0	4.3	5.4	11.3	10.5	10.5	8.4	6.8	5.8
% к просроченной задолженности	333	291	217	181	186	185	185	185	180
Прибыль	372	508	409	205	573	77	943	1 025	1 070
% год к году	42	37	-19	-50	180	83	64	9	4
ROAA	3.1	3.0	1.7	0.7	1.8	2.7	2.6	2.4	2.1
ROAE	25.3	23.3	12.6	4.9	12.3	19.5	18.8	17.9	16.2

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-фев.11	2011 П	2012 П	2013 П
Доходы, млрд руб.	6 279	7 765	9 258	7 337	8 304	809	9 080	9 590	10 350
% год к году	22.5	23.7	19.2	-20.8	13.2	9.7	9.3	5.6	7.9
% к ВВП	23.3	23.4	22.4	18.9	18.7	11.1	17.7	16.1	14.9
нефтегазовые доходы	2 944	2 897	4 389	2 984	3 831	356	4 180	4 250	4 400
% год к году		-1.6	51.5	-32.0	28.4	20.7	9.1	1.7	3.5
% к ВВП	10.9	8.7	10.6	7.7	8.6	4.9	8.1	7.2	6.3
% к доходам	46.9	37.3	47.4	40.7	46.1	44.0	46.0	44.3	42.5
не нефтегазовые доходы	3 335	4 868	4 869	4 353	4 473	453	4 900	5 340	5 950
% год к году		46.4	-0.3	-10.6	2.8	2.3	9.5	9.0	11.4
% к ВВП	12.4	14.7	11.8	11.2	10.1	6.2	9.5	9.0	8.6
% к доходам	53.1	62.9	52.6	59.3	53.9	56.0	54.0	55.7	57.5
Расходы, млрд руб.	4 285	5 982	7 561	9 637	10 116	657	10 400	11 000	11 950
% год к году	22.0	39.6	26.4	27.5	5.0	1.1	2.8	5.8	8.6
% к ВВП	15.9	18.0	18.3	24.8	22.7	9.0	20.2	18.5	17.2
Профицит, млрд руб.	1 994	1 782	1 697	-2 300	-1 812	151	-1 320	-1 410	-1 600
% к ВВП	7.4	5.4	4.1	-5.9	-4.1	2.1	-2.6	-2.4	-2.3
Резервный фонд *									
млрд руб.	2 347	3 849	4 028	1 831	775	770	0	0	0
\$ млрд	89	157	137	61	25	26	0	0	0
% к ВВП	8.7	11.6	9.8	4.7	1.7	1.5	0	0	0
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.			2 584	2 769	2 696	2 675	2 597	2 569	2 580
\$ млрд			88	92	88	90	91	94	97
% к ВВП			6.3	7.1	6.1	36.6	5.0	4.3	3.7

* - до 2008 г. – Стабилизационный фонд

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, \$ млрд	2006	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П
Счет текущих операций	94	78	104	49	73	55	40	30
% год к году	12	-18	33	-52	47	-24	-27	-25
% к ВВП	9.5	6.0	6.2	4.0	5.0	3.1	1.9	1.2
Экспорт товаров	304	354	472	303	398	420	455	505
% год к году	25	17	33	-36	31	6	8	11
% к ВВП	30.6	27.2	28.4	24.8	27.2	23.7	21.3	19.6
экспорт углеводородов	191	219	310	191	252	255	260	270
% год к году	28	15	42	-39	32	1	2	4
% к ВВП	19.2	16.8	18.7	15.6	17.2	14.4	12.2	10.5
% к общему объему экспорта	63	62	66	63	63	61	57	53
экспорт за исключением нефти и газа	113	136	161	113	146	165	195	235
% год к году	19	20	19	-30	30	13	18	21
% к ВВП	11.4	10.4	9.7	9.2	10.0	9.3	9.1	9.1
% к общему объему экспорта	37	38	34	37	37	39	43	47
Импорт товаров	164	223	292	192	249	300	360	425
% год к году	31	36	31	-34	30	21	20	18
% к ВВП	16.6	17.2	17.6	15.7	17.0	16.9	16.9	16.5
Торговое сальдо	139	131	180	112	149	120	95	80
% год к году	18	-6	37	-38	34	-20	-21	-16
% к ВВП	14.0	10.1	10.8	9.1	10.2	6.8	4.5	3.1
Прямые иностранные инвестиции	30	55	75	37	26*	48	62	83
% к ВВП	3.0	4.2	4.5	3.0	1.8	2.7	2.9	3.2
Банки	3	7	10	6	3	8	12	18
% к ВВП	0.3	0.6	0.6	0.5	0.2	0.5	0.6	0.7
Прочие сектора	27	48	65	30	23	40	50	65
% к ВВП	2.7	3.7	3.9	2.5	1.6	2.3	2.3	2.5
Чистый отток капитала	41	82	-133	-57	-38	30	52	80
% к ВВП	4.2	6.3	-8.0	-4.7	-2.6	1.7	2.4	3.1
Банки	28	46	-57	-30	11	40	52	65
% к ВВП	2.8	3.5	-3.4	-2.5	0.8	2.3	2.4	2.5
Прочие сектора	14	37	-76	-27	-50	-10	0	15
% к ВВП	1.4	2.8	-4.6	-2.2	-3.4	-0.6	0.0	0.6

* - данные по прямым иностранным инвестициям приведены за январь-сентябрь 2010 г.

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

Юрий Волков, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Рынок акций

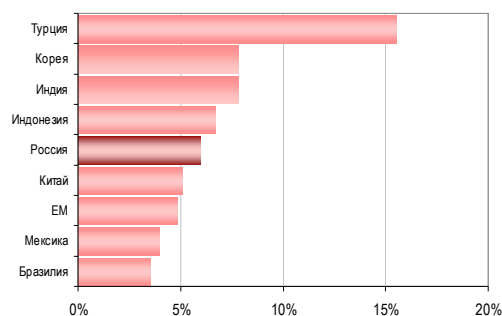
Тенденции все те же

С начала года мы наблюдаем на российском рынке акций, по сути дела, одну и ту же тенденцию: на фоне резкого роста цен на черное золото нефтяные акции дорожают, в то время как отношение инвесторов к остальному рынку остается достаточно сдержанным. Мы по-прежнему видим большое количество идей за пределами нефтегазового сектора и не ожидаем резкого роста российских индексов с текущих уровней.

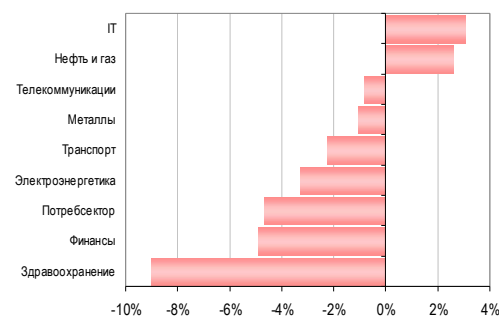
Мировые рынки

В этом году глобальные события способствуют росту цен на черное золото практически каждый месяц. В январе цены на нефть росли на фоне нестабильности на Ближнем Востоке, в феврале – к опасениям относительно Ближнего Востока присоединилось реальное сокращение поставок из Ливии, а в марте нефтяные котировки получили новую поддержку после событий в Японии, которые спровоцировали разговоры об отказе от ядерной энергетики по всему миру.

Динамика за март*: страновые индексы MSCI



Динамика за март*: отраслевые индексы MSCI – развивающиеся рынки

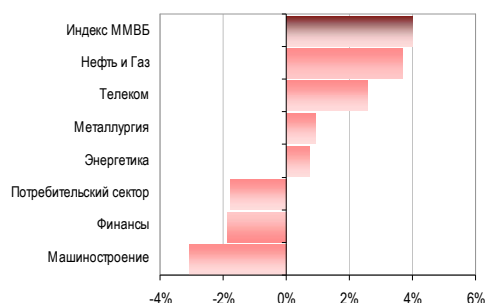


* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 5 марта

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

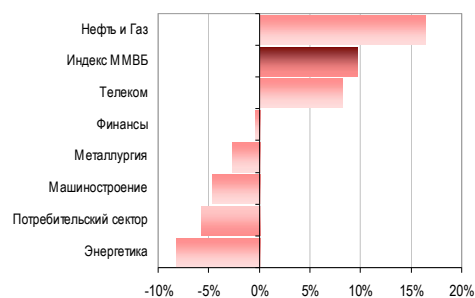
Не удивительно, что вслед за ростом цен на черное золото, именно акции нефтегазового сектора продолжали пользоваться повышенным спросом, как на мировых рынках, так и внутри РФ. При этом отношение инвесторов к инвестициям в развивающиеся рынки за пределами «нефтянки», за редким исключением, остается весьма сдержанным. По данным EPFR, в марте фонды GEM зарегистрировали отток на \$ 229 млн после оттока более чем в \$ 11 млрд в январе-феврале с.г.

Динамика отраслевых индексов ММВБ в марте*



* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 5 марта

Динамика отраслевых индексов ММВБ с начала года



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Впрочем, выражение «за пределами «нефтянки»» вряд ли относится к российскому рынку акций, в котором нефтегазовый сектор составляет около половины капитализации, и куда деньги продолжили поступать для инвестиций в нефтегазовые компании (в результате индекс ММВБ из-за особенностей расчета за месяц вырос даже больше индекса нефтегазового сектора). Помимо акций нефтегазового сектора достаточно неплохо завершили месяц бумаги телекоммуникационных компаний, причем как бумаги сектора фиксированной связи, где в преддверии приостановки торгов по МРК наблюдался повышенный спрос, так и акции сотовых операторов. Увеличения котировок бумаг этих двух секторов оказалось достаточным для того, чтобы индекс ММВБ продолжил рост и обновил свои посткризисные максимумы, а индекс РТС закрепился выше отметки 2000 пунктов.

Вновь новые размещения

В последние недели еще несколько российских компаний объявили о планах провести первичное размещение в апреле. Среди них – Евросеть, Русагро, Банк Номос, Эталон Групп. Если все эти размещения окажутся удачными, с рынка может быть привлечено более \$ 2 млрд – не пугающая воображение, но все-таки значимая сумма. Впрочем, после неудачи февральских размещений российских компаний (Nord Gold, ЧТПЗ, Группа Кокс) успех апрельским IPO выглядит отнюдь не гарантированным. Напротив, в условиях по-прежнему достаточно высокого неприятия риска и слабого спроса на «нефтяные» бумаги, провести удачное IPO, на наш взгляд, будет крайне сложно. Если это все-таки удастся, это может, с одной стороны, стать поддерживающим фактором для обращающихся на рынке бумаг, а с другой, подвигнуть на IPO новых эмитентов в начале осени.

Чего ждать в апреле и втором квартале?

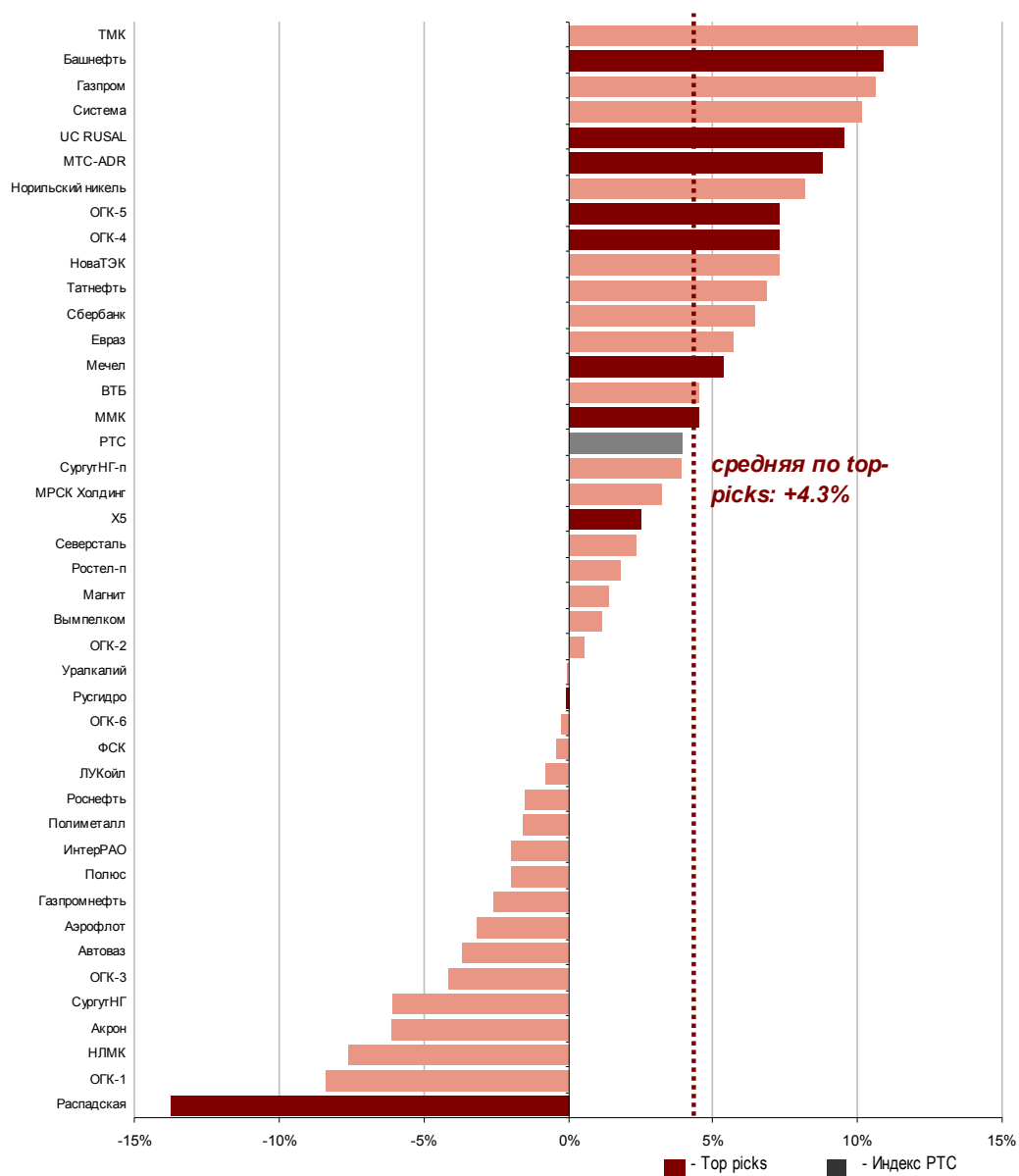
В предыдущем десятилетии 4 раза из 10 годовой максимум на российском рынке акций приходился на апрель-май, что в некоторой степени говорит за известную поговорку «sell in may and go away». Полностью исключать, что это правило не оправдается и на этот раз нельзя. С одной стороны, хорошая экономическая ситуация в мире и, прежде всего, в главных «локомотивах» роста мировой экономики – США и Китае, высокий спрос на сырьевые товары, напряженность на Ближнем Востоке говорят в пользу продолжения роста. С другой стороны, нельзя не замечать и негативные факторы – цены на нефть выглядят слишком высокими, что может отрицательно повлиять на мировой экономический рост. В развитых странах все больше обсуждается тема ужесточения денежно-кредитной политики, а отношение инвесторов к развивающимся рынкам в 2011 году остается достаточно прохладным.

Учитывая все вышеперечисленное, мы не ожидаем от наступившего квартала ни сильного роста, ни снижения котировок. Повысив свои прогнозы по газовым компаниям, мы повышаем прогноз целевого уровня индекса РТС на конец 2011 года с 1950 до 2050 пунктов и не исключаем дальнейший умеренный рост нашего таргета по индексу после пересмотра «нефтянки». В то же время наш принципиальный взгляд на рынок не меняется – мы ожидаем, что в конце 2011 года значение индекса РТС будет близко к текущим уровням.

Top Picks

Из 10 представленных нами в прошлой стратегии top picks 7 в последний месяц выглядели лучше рынка, а средняя доходность top picks оказалась чуть выше доходности индекса РТС.

Динамика российских акций за последний месяц*, \$



* - с момента выпуска нашей последней стратегии 05.03.2010 по 04.04.2011

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы вносим в наш список top picks два изменения: вместо бумаг Башнефти и UC RUSAL, практически достигших нашего целевого уровня, мы включаем в список акции Vimpelcom Ltd и Синергии, которые кажутся нам перепроданными.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

Несмотря на дальнейший рост спотовых цен на нефть, наше отношение к акциям нефтегазовых компаний остается сдержанным. Мы считаем, что бумаги сектора привлекательны лишь в качестве краткосрочных спекуляций или защитных инвестиций, а фундаментального потенциала для роста с текущих уровней в них не видим.

Металлургия

Мы все более оптимистично смотрим на металлургический сектор и не исключаем пересмотра наших таргетов по металлургам в сторону повышения. Последняя статистика по мировому производству стали, динамика цен на сырье и события в Китае все больше убеждают нас, что высокие цены на сталь могут «задержаться». Пока наши фавориты в секторе – ММК, Северсталь, Распадская и Мечел.

Банки

Раздразнив в марте хорошими финансовыми результатами за 2010 год и насыщенными планами на среднесрочную перспективу, Сбербанк по-прежнему будет привлекать «изголодавшихся инвесторов», ищущих низкорисковую суперприбыль. Мы видим некоторый потенциал в акциях Сбербанка с точки зрения как фундаментальных, так и спекулятивных возможностей, но считаем, что текущая динамика их роста отражает слишком много нереализованных идей, многие из которых рискуют так и остаться нереализованными (по крайней мере, в среднесрочной перспективе).

Электроэнергетика

В начале апреля правительство опубликовало постановление о рынке электроэнергии и мощности, которое обобщило ранее объявленные изменения. Мы воспринимаем опубликованные правила как умеренно позитивные, т.к. на рынке появляется ясность, отсутствие которой и стало причиной распродаж акций в первом квартале года. Кроме того, с точки зрения текущей конъюнктуры рынка электроэнергии можно отметить способность наиболее эффективных генераторов в значительной степени восполнять потери от внедряемых изменений в регулировании. В данной связи мы сохраняем в качестве ключевых рекомендаций сектора бумаги ОГК-4, ОГК-5.

Телекоммуникации

Мы по-прежнему прохладно относимся к акциям объединенного Ростелекома, в то время как бумаги сотовых операторов – МТС и Vimpelcom Ltd на текущих ценовых уровнях нам нравятся. Во втором эшелоне мы отдаем предпочтение акциям CTC Media, тем более, что наши оценки темпов роста рынка телерекламы выглядят все более консервативно.

Потребительский сектор

Текущие потребительские настроения и динамика розничных продаж пока разочаровывают, однако поддержку российскому потребителю могут оказать высокие цены на нефть. Мы сохраняем долгосрочный позитивный взгляд на акции Синергии, добавляем в top picks и бумаги Х5, которые уже присутствовали в этом списке.

Индекс РТС

Повышение таргетов по газовым компаниям и рост котировок акций за пределами нашего покрытия привели к увеличению нашего таргета по индексу РТС на конец 2011 года с 1950 до 2050 пунктов. Тем не менее, наша принципиальная позиция не меняется – мы ожидаем, что в конце года значение индекса РТС будет близко к текущим уровням.

Распределение рейтингов в рекомендациях Аналитического департамента Банка Москвы

	Покупать	Держать	Продавать
Всего рекомендаций	27	21	26
%	31	24	30

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2011г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	РусГидро	0.052	0.066	27%	покупать
2	Интер РАО	0.0015	0.0018	25%	покупать
3	VimpelCom Ltd.	14.54	17.50	20%	покупать
4	МТС-ADR	21.5	23.80	11%	держать
5	Сбербанк	3.80	4.10	8%	держать
6	ВТБ	7.13	7.60	7%	держать
7	Евраз Групп	40.43	42.1	4%	держать
8	Лукойл	72.47	73.25	1%	держать
9	Газпром	8.39	8.08	-4%	продавать
10	Газпромнефть	5.27	5.03	-5%	продавать
11	Сургутнефтегаз	1.10	1.01	-8%	продавать
12	Норильский никель	279	250	-10%	продавать
13	Уралкалий	8.37	7.33	-12%	продавать
14	ФСК	0.0144	0.0122	-15%	продавать
15	Роснефть	9.39	7.70	-18%	продавать
16	Татнефть	6.76	4.72	-30%	продавать

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2011г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Второй эшелон					
1	Распадская	6.54	13.7	109%	покупать
2	МРСК СК	5.085	8.500	67%	покупать
3	МРСК СЗ	0.0064	0.0105	65%	покупать
4	ОГК-2	0.054	0.081	50%	покупать
5	ОГК-1	0.0356	0.0520	46%	покупать
6	МРСК Урала	0.010	0.014	41%	покупать
7	Ленэнерго	0.861	1.200	39%	покупать
8	МРСК ЦП	0.0101	0.0138	37%	покупать
9	ОГК-5	0.095	0.13	37%	покупать
10	МОЭСК	0.0530	0.0712	34%	покупать
11	ОГК-3	0.05	0.063	33%	покупать
12	Холдинг МРСК	0.172	0.226	32%	покупать
13	ММК	1.13	1.48	31%	покупать
14	МРСК Сибири	0.0088	0.0115	31%	покупать
15	МРСК Юга	0.0050	0.0065	31%	покупать
16	Синергия	42.20	55.00	30%	покупать
17	X5	42.50	55.00	29%	покупать
18	ВСМПО	122	157	28%	покупать
19	Нижнекамскнефтехим	0.77	0.98	27%	покупать
20	Мечел-п	10.36	13.0	25%	покупать
21	ОГК-4	0.098	0.121	24%	покупать
22	МРСК Волги	0.0062	0.0075	22%	покупать
23	Мечел	31.94	38.3	20%	покупать
24	Полюс Золото	59.7	70.7	18%	покупать
25	Дикси	14.22	16.80	18%	держать
26	Северсталь	19.74	22.7	15%	держать
27	М-Видео	9.683	11.000	14%	держать
28	Полиметалл	19.25	21.64	12%	держать
30	Верофарм	44.61	50.0	12%	держать
31	Росинтер	20.845	23.000	10%	держать
32	МТС-локальные	9.15	10.10	10%	держать
33	Sollers	21.685	23.700	9%	держать
34	Фармстандарт	27.80	30.0	8%	держать
35	МРСК Центра	0.044	0.047	7%	держать
36	Банк Санкт-Петербург п	5.686	6.100	7%	держать
37	UC RUSAL	1.80	1.90	6%	держать
38	Банк Санкт-Петербург	5.160	5.400	5%	держать
39	Казаньоргсинтез	0.235	0.242	3%	держать
40	Магнит (GDR)	30.45	31.30	3%	держать
41	Ростелеком п.	3.16	3.16	0%	держать
42	Калина	32.18	32.00	-1%	продавать
43	Вимм-Билль-Данн	33.61	33.00	-2%	продавать
44	Магнит (локальные акции)	139.5	136.0	-3%	продавать
45	Башнефть	61.00	58.5	-4%	продавать
46	Интера	3.47	3.28	-5%	продавать
47	Сургутнефтегаз п.	0.61	0.56	-8%	продавать
48	S.A.T. oil	10.29	9.37	-9%	продавать
49	Сильвинит	1086	978	-10%	продавать
50	ОГК-6	0.047	0.042	-11%	продавать
51	Новатэк	13.60	12.00	-12%	продавать
52	НЛМК	4.38	3.82	-13%	продавать
55	АвтоВАЗ	1.056	0.90	-15%	продавать
56	ФСК	0.0144	0.0122	-15%	продавать
57	КАМАЗ	2.65	2.20	-17%	продавать

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
MTC-ADR	MBT.N	телекоммуникации	21.48	23.80	11%	Бумаги МТС являются одной из лучших идей в телекоммуникационном секторе в краткосрочной перспективе. Ожидаемая высокая дивидендная доходность (5-7 %) будет поддерживать акции компании в апреле. На данный момент мобильный оператор торгуется с коэффициентом EV/EBITDA 11 на уровне 4.7, что соответствует дисконту к телекоммуникационным компаниям с развитых и развивающихся рынков. При этом ожидаемые средние темпы роста выручки и EBITDA МТС в 2010 – 2012 гг. составляют 7 – 9 % против 2.5 – 3 % у мировых аналогов.
Русгидро	HYDR	электроэнергетика	0.05	0.07	27%	Смена правил рынка мощности, к которому чувствительны денежные потоки Русгидро, привели к значительному отставанию бумаги от сектора. Тем не менее, основные риски Русгидро - сокращение инвестиционной составляющей в тарифе уже более чем учтены в оценке компании.
Мечел	MTL	угольная промышленность	31.94	38.30	20%	Котировки коксующегося угля на мировых рынках бьют рекорды, а Мечел является крупнейшим российским экспортером этой продукции, представляющим реальную альтернативу австралийским поставкам для потребителей из стран АТР. Дополнительным драйвером роста котировок Мечела может стать запуск Эльгинского месторождения угля в этом году.
X5	FIVE	розничная торговля	42.50	55.00	29%	Мы продолжаем считать, что коррекция GDR X5 с начала года более чем на 13 %, а с учетом корректировки на изменения обменного курса рубля более чем на 20 %, не несет в себе фундаментальных причин и в большей степени является реакцией на спекуляции о возможном приобретении компанией миноритарного пакета в одном из крупнейших европейских ритейлеров Metro AG. Так как мы слабо верим в подобный вариант развития событий, мы рекомендуем воспользоваться текущей слабостью в котировках и покупать акции компании.
Vimpelcom Ltd.	VIP US	телекоммуникации	14.54	17.50	20%	В 2011 году может произойти переоценка рынком бумаг VimpelCom Ltd. Компания еще в конце 2010 года значительно увеличила CAPEX и расходы на маркетинг, а также начала менять ценовую политику, что позитивно отразится на ее финансовых результатах на российском рынке. Оглашение стратегии развития, сокращение долга, разрешение вопроса с Djezzy, а также включение акций VimpelCom в европейские индексы MSCI могут стать драйверами роста бумаг оператора уже в текущем году. На данный момент VimpelCom Ltd. является одной из самых дешевых телекоммуникационных компаний в мире, торгуясь с коэффициентом EV/EBITDA 11 на уровне 4.3x.
ОГК-4	OGK4	электроэнергетика	0.098	0.121	24%	Основные доходы ОГК-4 формируются от продажи электроэнергии (более 70% выручки), что защищает компанию от изменений правил работы на рынке мощности.
ММК	MAGN	металлургия	1.13	1.48	31%	Российский внутренний рынок стали последние месяцы растет с темпами роста более 20% в год, дефицит продуктов с высокой добавленной стоимостью ощущается особенно остро. ММК имеет наибольшую среди российских металлургов долю внутренних поставок и более других выигрывает от этой ситуации.
Распадская	RASP	угольная промышленность	6.54	13.7	109%	В феврале компания представила среднесрочную стратегию развития до 2015 года, предусматривающую полное восстановление добычи от прошлогодней аварии в 2011-2012 гг, выход на рекордные уровни в 2013 году и дальнейший рост к 2015 году. На наш взгляд, выполнить эту стратегию компании вполне по силам и этот факт еще не до конца оценен рынком, в то же время рынок чрезвычайно остро отреагировал на планы ключевых акционеров компании выставить ее на продажу.
Синергия	SYNG	потребительский сектор	42.20	55.00	30%	Бумаги Синергии остаются сильно перепроданными. Заявление премьер-министра В.Путина против резкого повышения акцизов, сделанное в конце марта, может оказать существенную поддержку акциям Синергии в краткосрочной перспективе. Мы рекомендуем покупать акции компании на текущих уровнях. Отчетность за 2010 год (публикация 7 апреля), а также комментарии менеджмента компании на телеконференции могут послужить дополнительным катализатором для бумаг компании.
ОГК-5	OGKE	электроэнергетика	0.095	0.130	37%	У ОГК-5 уже практически завершена реализация инвестиционной программы, что снижает зависимость ее оценки от ситуации на рынке электроэнергии и мощности и делает бумаги интересными для покупки.

Долговые рынки

На рубль надейся, но сам не плошай

Юрий Нефёдов
Nefedov_YA@mmbank.ru

Екатерина Горбунова
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA
Drozдов_AY@mmbank.ru

На первый план с точки зрения глобальных рисков вновь выходит долговой кризис в Европе. Негативные кредитные действия в отношении Португалии, Греции, Кипра, рост коротких ставок по облигациям PIIGS и возможная реструктуризация долга продолжают оказывать давление на аппетит к риску. Грядёт начало ужесточения монетарной политики ЕС и Великобритании, и страны PIIGS находятся между «молотом» роста базовых кривых и «наковальней» кредитного давления на спрэды.

Ближе к лету обострятся дискуссии в отношении сокращения QE2 в США, которые уже сейчас смещают вверх доходности в кривой UST и ожидания по ключевой ставке ФРС. Основной риск от сокращения QE2 для России – падение спекулятивного спроса на нефть, разворот тренда в рубле и переоценка рублевых долговых активов. В связи с этим, мы рекомендуем хеджировать валютный риск через NDF при покупке длинных рублёвых активов. Кроме того, видим валютные еврооблигации как альтернативу рублёвому долгу в случае неблагоприятной динамики национальной валюты.

Рублёвый рынок облигаций все еще остается перекупленным: реальные доходности даже третьего эшелона находятся на нуле. Для фронтальной переоценки доходностей необходим лишь своеобразный триггер, которым вполне может стать прекращение укрепления рубля.

Глобальные рынки

Европейская рулетка

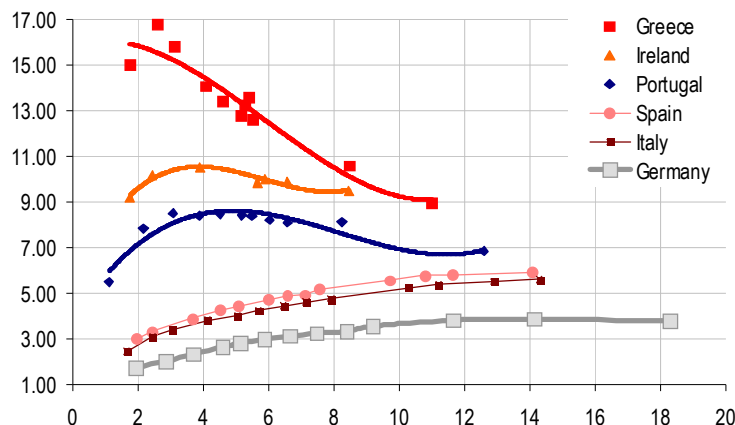
В конце первого квартала мы стали свидетелями мультипликации рисков: кризис на ближнем Востоке, начало военной операции в Ливии, катастрофа в Японии и, наконец, в конце марта возвращение европейского долгового кризиса в активную фазу. Поскольку инвесторов больше всего пугает неопределённость, а кризис в Ливии и Японии уже принял определённые очертания, Европа вновь возглавляет пьедестал «риск-генераторов». О том, что неопределённость в отношении европейского долгового кризиса усиливается, свидетельствует ряд факторов:

- план создания нового фонда для преодоления кризиса и присвоение ему статуса кредитора не вызвал доверия у рейтинговых агентств, которые высказались негативно в отношении инициативы, подчеркнув усиление риска дефолта для стран PIIGS ввиду потенциального бегства инвесторов из бумаг кризисных стран;
- S&P снизило рейтинги Португалии (до BBB-) и Греции (до BB-), Moody's сегодня понизило рейтинг Португалии до Baa1;
- В Португалии к экономическому добавился и политический кризис – в ответ на отказ парламента принять пакет антикризисных мер премьер-министр страны подал в отставку;
- Кризис продолжает носить системный характер – S&P понизило рейтинг Кипра, сославшись на сильную зависимость банков острова от греческого долга;
- И, наконец, самый рыночный фактор – доходности PIIGS достигли исторических максимумов. На текущих уровнях доходностей номинальный спрэд к Bunds уже не столь информативен, как изменение разницы доходностей между кризисными странами – по скорости расширения спрэда между Португалией и Испанией можно судить о том, что ситуация развивается наихудшим образом (см. таблицы ниже).

Эволюция двухлетних доходностей и кривые PIIGS

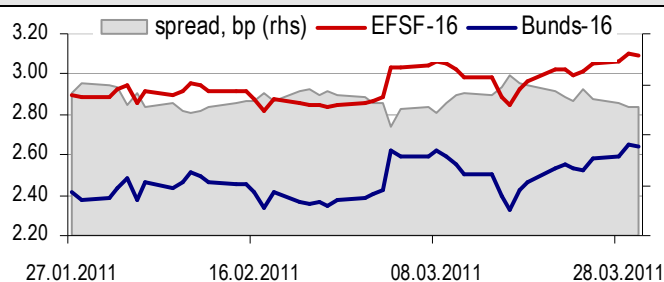
Страна	30.03.2011			01.03.2011			Change	
	Yield, %	dSpread*	Spread vs Bunds	Yield, %	dSpread*	Spread	dSpread*	Spread vs Bunds
Greece	15.60	602	1382	14.54	683	1276	-81	106
Ireland	9.58	207	780	7.71	244	593	-38	187
Portugal	7.51	447	573	5.27	217	348	230	224
Spain	3.03	28	125	3.10	38	131	-10	-6
Italy	2.76	97	97	2.72	119	94	-22	4
Germany	1.78			1.53				

* надбавка к спреду предыдущей страны



Мы провели анализ структуры спрэдов стран PIIGS к облигациям Германии, выстроив страны в порядке возрастания доходностей 2-летних облигаций. Из приведенной таблицы видно, что такие страны как Греция, Ирландия и Португалия резко отличаются по уровню спреда от Испании и Италии: Португалия «хуже» Испании на 447 б.п., Ирландия стоит выше Португалии на 207 б.п., а Греция отстает от Ирландии на 600 б.п. Следует отметить, что динамика спреда Португалии к Испании говорит о резком ухудшении ситуации (выделено розовым). За месяц он вырос на 230 б.п. (!), в то время как Греция снизилась в доходности по отношению к Ирландии.

Эволюция доходности облигаций Европейского фонда финансовой стабильности



Пока доходность облигаций EFSF движется синхронно с доходностью Bunds-16. Спрэд стабилен на уровне 50 б.п. Рост спреда EFSF-16 с текущих уровней послужит сигналом резкого ухудшения ситуации с европейским долговым кризисом.

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

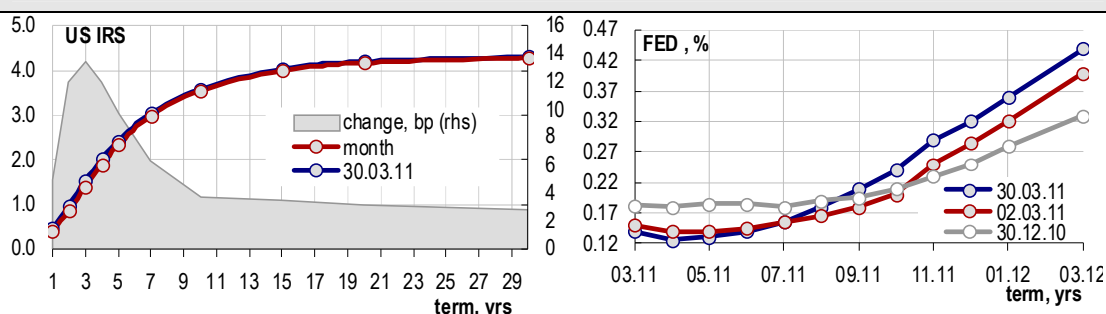
В то время как доходности стран PIIGS находятся под кредитным давлением, ставки в странах-локомотивах (Германия, Франция, Великобритания) находятся под прессом инфляционных ожиданий. Вопрос повышения ставки ЕЦБ в апреле можно считать почти решенным, в Великобритании все чаще звучат призывы к началу ужесточения монетарной политики. Как следствие, суверенные кривые смещаются вверх вслед за ростом инфляции, а страны PIIGS находятся между «молотом» роста базовых кривых и «наковальней» кредитного давления на спрэды.

Страсти по QE2

За весной придёт лето, а вместе с ним еще больший ажиотаж на глобальных рынках по поводу сворачивания QE2. Инвесторы и регуляторы по всему миру ломают голову над тем, в каком месте поставить запятую в следующем предложении: «прекратить нельзя продолжать». Главы ряда федеральных резервных банков высказались в пользу сворачивания стимулирующих мер после выхода хороших данных по рынку труда и, несмотря на все еще слабый рынок недвижимости.

Мы склоняемся к тому, что QE2 будет прекращено в срок, если положительный тренд на рынке труда США сохранится, так как именно ситуацию с безработицей Б. Бернанке выделял как ключевой индикатор восстановления экономики. Пока рынки с нами солидарны: рост доходностей на сроке 3-7 лет в кривой свопов, смещение ожиданий по ставке ФРС вверх говорят о весьма вероятном сворачивании QE2. В то же время, прекращение QE2 может привести к сокращению спекулятивного спроса на нефть, и в условиях нормализации ситуации в MENA нефтяные котировки могут пойти вниз с текущих рекордных значений, что в свою очередь, представляет риск для рубля и рублёвых активов.

Кривая SWAP USD и ожидания по ставке ФРС



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

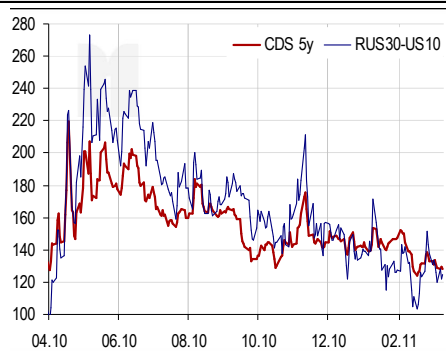
Российские еврооблигации

В марте вторичный рынок еврооблигаций российских эмитентов продолжил радовать инвесторов: доходности основных «фишек» (Газпром, Сбербанк, ВЭБ, Северсталь, Евраз) сократились на 30-40 б.п. вдоль всей кривой. Высокие цены на нефть, потенциальный рост спроса на продукцию металлургов со стороны Японии – все это поддерживало позитивное отношение инвесторов к российскому риску. Позитивные рейтинговые действия (повышение / подтверждение) в отношении некоторых имён (Евраз, МТС, ХКФ) также внесли свою лепту в рост цен. Суверенный спрэд, хотя и расширился с минимума в 100 б.п. по-прежнему находится на минимальных уровнях с апреля 2010 года, отражая уверенный взгляд инвесторов на российские активы.

На первичном рынке мы также наблюдали хорошую активность. В марте в различных валютах разместились РСХБ, ХКФ, РЖД: совокупный долларовый объём привлечения – порядка \$ 1.3 млрд. В целом за квартал порядка \$30 млрд. РЖД, хотя и с существенной премией, разместили сверхдлинный выпуск в фунтах стерлингов, а рублёвый евродолг РСХБ по-прежнему представляется нам интересной идеей в свете широкого спреда к локальной кривой (см. торговые идеи). О своих планах начать роуд-шоу 7 апреля на еврорынке заявил банк ТКС.

Мы считаем, что еврооблигации российских эмитентов, несмотря на серьёзный рост цены, все еще интересны. Говоря об интересе к еврооблигациям, мы имеем в виду выпуски, номинированные в валюте отличной от рубля. Еврооблигации являются прекрасной альтернативой рублёвым выпускам в случае разворота цен на нефть и ослабления национальной валюты. Не исключаем, что ближе к концу второго квартала валютные еврооблигации будут предлагать более заманчивую комбинацию рисков, нежели локальные облигации. Тем не менее, пока рублёвый рынок остаётся популярным: о своих планах размещаться в рублёвой зоне заявила группа Теле2.

Суверенный спрэд РФ



Новые еврооблигации 2011

Дата	Выпуск	Млн.	CCY	Погашение	Купон	Premium to IRS	Current Swap Sprd	Change
19.01.2011	VEB' 16 CHF	400	CHF	17.02.16	3.750	226	221	- 5
20.01.2011	TMK' 18	500	USD	27.01.18	7.750	485	431	- 55
26.01.2011	VIP' 16-2	500	USD	02.02.16	6.493	427	319	- 108
26.01.2011	VIP' 21	1 000	USD	02.02.21	7.748	428	351	- 77
27.01.2011	BM'13 SGD	150	SGD	01.02.13	4.250	339		
27.01.2011	Novatek'16	600	USD	03.02.16	5.326	308	216	- 92
27.01.2011	Novatek'21	650	USD	03.02.21	6.604	307	232	- 75
10.02.2011	VTB' 18-2	750	USD	22.02.18	6.315	308	282	- 26
24.02.2011	Russia' 18 rub	40 000	RUB	10.03.18	7.850	22	3	- 25
11.03.2011	RSHB'16 RUB	20 000	RUB	17.03.16	8.700	150	148	- 2
11.03.2011	HCFB'14	500	USD	18.03.14	7.000	565	470	- 95
18.03.2011	RuRail'31 GBP	350	GBP	25.03.31	7.487	344	304	- 40

Источники: Bloomberg, Reuters, Аналитический департамент Банка Москвы

Внутренний рынок

Успешные ОФЗ

На внутреннем рынке в марте продолжилась компрессия спрэдов, вызванная укреплением рубля, избыточной ликвидностью и консервативной политикой ЦБ в отношении ставок. На последнем заседании ЦБ принял решение повысить только резервные требования, что придало доходностям новый стимул к снижению. Бескупонная кривая ОФЗ за месяц сместилась на 10-15 б.п. на сроке 1-5 лет, а аукционы по привлечению нового долга были очень успешными. Так, последний аукцион отличился трёхкратной переподпиской.

В целом по итогам квартала Минфин перевыполнил объем программы, разместив по факту 302 млрд рублей. Тем не менее, исходя из премий и сроков размещения в прошедшем квартале, можно сделать вывод о том, что длинный долг Минфину размещать гораздо труднее. В начале года семилетний выпуск 25075 был вообще отменён, а в марте размещён с премией в 10 б.п., чему послужила нестабильность на глобальных рынках. С учётом того, что 70 % размещения во 2-м квартале приходится на длинные выпуски (более 5 лет) залогом получения дешевого фондирования для Минфина будут три фактора:

- отсутствие резких действий ЦБ в плане денежно-кредитной политики;
- стабилизация на глобальных рынках и отсутствие «черных лебедей»;
- продолжение укрепления или незначительное ослабления рубля.

Поскольку гарантировать или прогнозировать реализацию этих условий довольно сложно, второй квартал будет очень интересен с точки зрения аукционов ОФЗ. Однако в условиях рекордно высоких цен на нефть надеяться на агрессивные премии Минфина не стоит.

В настоящий момент наиболее интересными активами в государственной кривой являются выпуски с дюрацией 3.5-4.0 года, потенциал снижения доходностей которых составляет 15-20 б.п. В то же время мы полагаем разумным хеджирование рублёвого риска на случай разворота нефтяных котировок на рынке NDF.



Источники: Банк России, Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Корпоративный сегмент за прошедший квартал показал впечатляющую динамику. Лидером по доходу за период стал второй эшелон, который активно покупался в течение всего квартала. Подобная динамика не удивительна, так как на фоне позитивных макро-факторов (нефть, рубль) облигации с повышенной доходностью более интересны. Аналогично, был спрос и на третий эшелон, который даже начал выходить на первичный рынок. В целом за квартал спред третьего эшелона к ОФЗ сократился на 123 б.п., второго – на 76 б.п. Первичный рынок в первом квартале показал настоящий бум – было размещено более 300 млрд рублей.

Эмитенты начали размещаться с премией ближе к концу квартала, и мы считаем это более здоровой ситуацией нежели прайсинг «в кривую» или с дисконтом. Несмотря на это, мы по-прежнему отмечаем фундаментальную дороговизну рублевого рынка долга. Участники рынка уже привыкли к стабильно отрицательной реальной доходности ОФЗ, 1-го и 2-го эшелонов, но тот факт, что реальная доходность даже третьего эшелона сейчас находится на нуле, является численным подтверждением наших опасений.

Сейчас, когда фондовые рынки находятся на предкризисных максимумах, рубль показывает рекордную динамику (укрепился сильнее всех валют G20 к доллару с начала года), а доходности пробивают историческое дно, самое время задуматься о процентном и валютном риске. Поэтому мы полагаем необходимым хеджирование рублёвого риска в случае «захода» в длинные выпуски даже с премией и не сбрасывать со счетов короткий высокодоходный третий эшелон.

Динамика индексов BMBI с начала года								
Сегмент	Объем, млн. руб.	MARCAP	YTM, %	M.dur	Spread	HPR, % год.	Spread ch., b.p.	Yield ch, b.p.
Корпоративные облигации	1 917	1 967	7.32	1.66	184	11.33	-24	-53
Blue chips	863	884	6.82	1.93	116	10.89	6	-17
2-й эшелон	864	892	7.37	1.55	191	11.71	-43	-76
3-й эшелон	189	191	9.42	0.91	470	11.52	-80	-123
Муниципальные облигации	361	378	7.10	1.86	144	9.24	18	-27
Государственные облигации	1 809	1 813	6.27	2.79		6.81	0	-21

Figure 1 consists of four line charts arranged in a 2x2 grid, all sharing a common x-axis representing time from July 2007 (02.07) to March 2011 (03.11). The charts illustrate the relationship between real yield (bp) and various inflation and credit spread measures.

- Top-left chart:** Compares real yield (bp) (grey area) with y-o-y inflation (blue line) and Blue Chips (red line). The left y-axis for inflation ranges from 5 to 18. The right y-axis for real yield ranges from -1000 to 1000 bp.
- Top-right chart:** Compares real yield (bp) (grey area) with y-o-y inflation (blue line) and 2n Tier (red line). The left y-axis for inflation ranges from 5 to 40. The right y-axis for real yield ranges from -1000 to 3000 bp.
- Bottom-left chart:** Compares real yield (bp) (grey area) with 3d tier (red line) and y-o-y inflation (blue line). The left y-axis for inflation ranges from 0 to 73. The right y-axis for real yield ranges from -2000 to 6000 bp.
- Bottom-right chart:** Compares real yield (bp) (grey area) with OFZ (red line) and y-o-y inflation (blue line). The left y-axis for inflation ranges from 4 to 16. The right y-axis for real yield ranges from -1000 to 1000 bp.

In all charts, the real yield (grey area) shows a significant increase starting in late 2007, peaking in late 2008/early 2009, and then gradually declining. The inflation measures (blue and red lines) show a sharp increase starting in late 2007, peaking in late 2008/early 2009, and then gradually declining.

Что касается денежно-кредитной политики ЦБ в следующем квартале, то мы ждем роста ставок на 25 б.п. в апреле и возможно еще одного повышения до конца второго квартала.

Рублевые ставки, %	31.03	2 кв.11
Рефинансирования в ЦБ	8.00	8.50
Депоз. ЦБ (overnight)	3.00	3.50
MosPrime		
o/n	3.16	3.5 - 3.75
1M	3.47	3.8 - 4.3
3M	3.95	4.3 - 5.05
6M	4.30	4.6 - 5.6

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Обзор торговых идей*

Идея	Обоснование	Текущая доходность/ цель
Покупка		
Покупка длинных выпусков ЕвразХолдинга	Евраз (B+/B1/B+) продемонстрировал усиление кредитных метрик по итогам 2010 года, рефинансировав почти всю имеющуюся краткосрочную задолженность. Двукратный рост EBITDA позволил ей вдвое снизить показатель «Чистый долг/EBITDA» - до 3.0X. Среднесрочный ориентир эмитента – уровень «Чистый долг/EBITDA» менее 2х. Месяц назад мы ставили на снижение доходности по бондам Евраза примерно на полфигуры. В краткосрочных выпусках идея реализовалась: ЕвразХолдинг 1 и 3 на дюреции 1.7 года торгуются с доходностью 7.4-7.5%, что на 45-50 б.п. ниже показателей конца апреля. Мы снимаем нашу рекомендацию на покупку. Инвесторам мы предлагаем обратить внимание на длинные бонды Евраза (серий 2 и 4), которые торгуются практически на том же уровне, что и бонды Мечела (-/B1/-) – эмитента с наиболее высокой долговой нагрузкой в металлургическом секторе. Спрэд между выпусками Евраза и Мечела, на наш взгляд, должен составлять около 30 б.п.	ЕвразХолдинг 2 и 4: 8.64 % MD 3.4 года Цель по доходности - 8.55% .
Кривая Алросы	Алроса «BB-/Ba3/BB-» в марте заявила о планах проведения IPO в 2011-2012 гг. Мы отмечаем улучшение кредитных метрик этого эмитента и рекомендуем к покупке ее рублевые выпуски, предоставляющие доходность около 7.5% на дюреции 1.9 года и около 8.3% на дюреции 3.3 года. Спрэд бондов квазигосударственной Алросы к выпускам Северстали, обладающей сопоставимым комплектом кредитных рейтингов, составляет около 40 б.п., что, на наш взгляд, чрезмерно. Еврооблигации Алросы торгуются по доходности даже ниже бондов Северстали.	Алроса 21, 22: 7.2 % MD 2 года, Алроса 20, 23: .8-8.06 % MD 3.3 лет. Потенциал сужения спреда – около 40 б.п.
Покупка бондов Башнефти, сужение спреда Башнефти к ЛУКОЙЛу	В настоящее время премия облигаций Башнефти к сопоставимым по дюреции выпускам ЛУКОЙЛа составляет 60-80 б.п., а к бумагам материнской АФК Система 50-60 б.п. Отмечаем низкую долговую нагрузку и позитивный новостной фон вокруг компании (возможное вхождение в капитал международной ONGC, переговоры с ЛУКОЙЛом относительно разработки месторождений Требса и Титова). Считаем, что, несмотря на потенциальный риск увеличения долга и отсутствие полной отчетности по МСФО, спрэд к ЛУКОЙЛу должен сузиться до 40-50 б.п.	Башнефть-1: 7.28 на дюреции 1.46 лет. Башнефть-2: 7.22 на дюреции 1.46 лет. Потенциал сужения спреда - около 30 б.п.
Покупка коротких выпусков Газпром нефти (Газпром нефть-3, БО-5, БО-6), более крутой наклон кривой	Спрэд коротких бондов Газпром нефти (Газпром нефть-3, БО-5, БО-6) к сопоставимым по дюреции ОФЗ составляет 80-90 б.п.), в то время как недавно размещенные длинные облигации серий 08-10 торгуются с премией 65-70 б.п. Ожидаем более крутого наклона кривой Газпром нефти и рекомендуем к покупке короткие бумаги	Газпром нефть-3: 6.09 на дюреции 1.14 лет. Газпром нефть-БО-5: 6.54 на дюреции 1.75 лет. Газпром нефть-БО-6: 6.64 на дюреции 1.75 лет.

Первичный рынок / недавние выпуски

ЛСР БО-3	ЛСР (NR/ B2/ B) разместила в марте трехлетний выпуск БО-3 с доходностью 9.73%. Днем позже агентство Fitch повысило рейтинг компании до «В-» из-за успешного рефинансирования краткосрочной задолженности компании, а также ввиду благоприятных перспектив компании в 2011 году. Мы рекомендуем выпуск к продаже на вторичном рынке, поскольку справедливую доходность новой трехлетней бумаги видим на уровне 9.4-9.5%. В настоящий момент выпуск ЛСР БО-3 (доходность 9.16%) на наш взгляд переоценен, что видно на примере менее длинной бумаги этого эмитента – ЛСР БО-2, торгующейся с доходностью 9.21% на дюреции 2 года.	ЛСР БО-3: 9.16%, MD 2.4. Цель по доходности – 9.5%
Полипласт-2	Мы полагаем, что премия в 200 б.п. к средней доходности третьего эшелона является щедрым вознаграждением за риск Полипласта. Несмотря на то, что ликвидность на вторичном рынке ограничена ввиду относительно небольшого объема выпуска, считаем бумагу интересной благодаря высокому купону и короткой дюреции.	Полипласт-2 yield 11.85%, MD 1.2. Цель по доходности – 11.0%
RSNB'16 RUB	Все еще широкий спред выпуска к локальной кривой РСХБ предполагает 30 б.п. потенциала сужения доходности. Также необходим «хедж» через NDF (см. идеи в кривой ОФЗ).	RSNB'16 RUB 8.3%, MD 3.8. Цель по доходности 8.0%.
Long 26204, Short Rus'18 RUB	После размещения ОФЗ 26204, эквивалентного по структуре выпуска с рублёвым евробондом РФ, у рынка появился инструмент для арбитража. Мы полагаем, справедливый дисконт рублёвого евробонда за счёт высокого спроса нерезидентов к локальной кривой не должен превышать 20 б.п.	В данный момент спред между выпусками справедлив, но советуем обращать внимание на его динамику.

Продажа

Продажа бондов ВымпелКома, сужение спреда ВымпелКом и МТС	Одобрение акционерами сделки по приобретению Wind с последующим ухудшением кредитного профиля объединенной компании, на наш взгляд, еще не в полной мере отражено в котировках ВымпелКома. Мы ждем продолжение процесса расширения спредов между кривыми ВымпелКома и МТС. В настоящий момент спред составляет около 20 б.п. при справедливом значении не менее 50 б.п.	ВымпелКом-6 и 7: 8.30 % на дюреции 3.5 года. Цель – рост доходности на 30 б.п.
Продажа выпуска Новатэк БО-1	Единственный рублевый бонд НОВАТЭКа (BBB-/Baa3/BBB-) с дюрецией 1.94 и доходностью к погашению 6.81% торгуется ниже кривой ЛУКОЙЛа. Учитывая гораздо более крупные масштабы деятельности ЛУКОЙЛа и длительное присутствие на долговых рынках, мы не видим потенциала для дальнейшего снижения доходности биржевых облигаций НОВАТЭКа. Кроме того, считаем, что справедливый уровень доходности НОВАТЭКа должен находиться на 5-15 б.п. выше кривой ЛУКОЙЛа. Средневзвешенная доходность облигаций эмитентов нефинансового сектора с рейтингами на уровне BBB-/BBB+ на дюреции 2 года составляет 7.0 %.	НОВАТЭК БО-1: 6.81 % на дюреции 1.94 года. Цель – рост доходности на 30 б.п.

Идеи в кривой ОФЗ**Выпуски с дюрацией 3.5-4 года**

В настоящий момент мы наблюдаем ценовую неэффективность в кривой ОФЗ на сроке 3.5-4 года и полагаем справедливым падение доходностей на этом сроке на 15-20 б.п., что транслируется в 0.5-0.8% по цене. В то же время считаем разумным хеджирование через NDF (продажа рубля на форварде), так как давление на рубль во втором квартале, по нашему мнению, может усилиться.

	Yield, %	Цель
ОФЗ 25075	7.09	6.97
ОФЗ 25077	7.27	7.10
ОФЗ 26203	7.37	7.24
ОФЗ 26204	7.66	7.54

* цены и доходности на 31.03.2011

Денис Борисов
Borisov_DV@mmbank.ru

Сергей Вахрамеев
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Нефть и газ

Эйфория продолжается

Котировки Brent (на фоне сохранения избыточных запасов на оклахомском терминале в Кушинге именно этот сорт нефти принял от WTI лаверы индикативного) продолжают торговаться в диапазоне \$ 110-120 за баррель, что объясняется сохраняющейся избыточной ликвидностью на рынках, продолжающимися боевыми действиями в Ливии, а также целым рядом хороших макростатистических данных по США и ЕС. Высокий уровень нефтяных цен приводит к сохранению ажиотажа вокруг акций компаний сектора, однако мы полагаем, что с фундаментальной точки зрения коррекция, как на сырьевом рынке, так и в нефтяных бумагах является лишь вопросом времени.

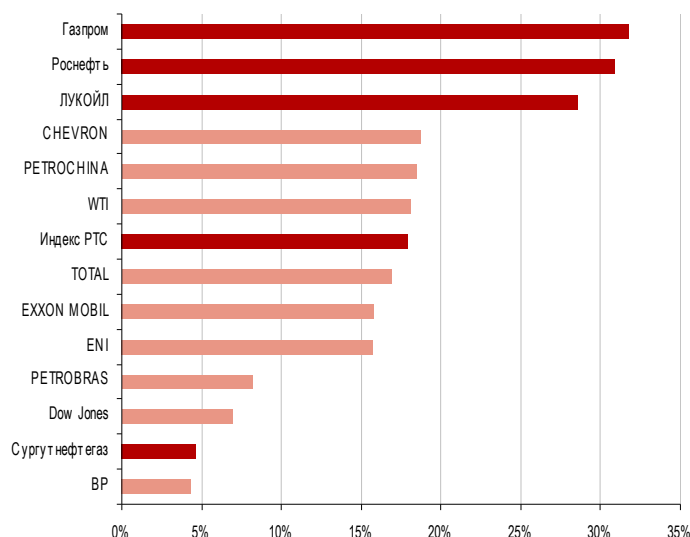
Трагические события в Японии могут стать катализатором пересмотра отношений международного сообщества к перспективам развития ядерной энергетики, а значит, мировые производители газа небезосновательно рассчитывают на рост потребности рынка в голубом топливе и готовятся к удовлетворению увеличивающегося спроса на углеводородное сырье. На этом фоне хорошую динамику продолжают демонстрировать бумаги газовых компаний, однако, по нашим оценкам, фундаментальный потенциал для дальнейшего роста котировок GAZP и NVTK также выглядит ограниченным.

Основные тенденции

Продолжающиеся боевые действия в Ливии, привели к тому, что среднесуточная добыча ОПЕК в марте оказалась ниже февральских уровней, и рост мировых фондовых индексов создает благоприятную почву для спекулятивного роста нефтяных котировок. При этом трагические события в Японии оказали лишь краткосрочное негативное влияние на уровень цен на нефть: около 0.3 млн баррелей в сутки остановленных перерабатывающих мощностей являются незначительной величиной в общей структуре мирового спроса на черное золото. Как следствие, основное влияние на нефтяные котировки продолжают оказывать геополитические факторы, а также уровень мировой ликвидности.

Газовая отрасль после аварии на Фукусиме напротив может рассчитывать на своеобразный ренессанс и значительное увеличение объемов спроса (более подробно на эту тему см. наш обзор: «Газовые компании: Novus ordo seclorum от 25.03.2011). На этом фоне в лидеры роста вырвались акции Газпрома, которые с начала года примерно в 2 раза чувствуют себя лучше рынка.

Динамика нефти, индексов и акций нефтегазовых компаний с начала года

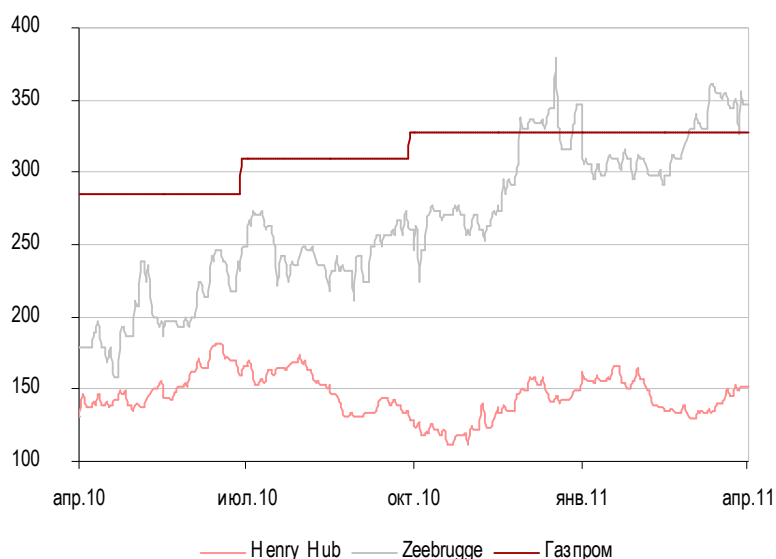


Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Очевидно, что наш прогноз на 2011-2012 годы по котировкам Brent (\$ 85-90 за баррель) требует корректировок, и в ближайшее время мы увеличим наши краткосрочные ценовые предпосылки в моделях, сохранив без изменения наш долгосрочный прогноз (\$ 93 за баррель). Как бы то ни было, учитывая, что основное воздействие на стоимость компании согласно DCF модели оказывает денежный поток терминального года, влияние нынешнего нефтяного ралли на долгосрочные уровни наших целевых цен является ограниченным (не более 5-7 % от текущих target prices).

В газовой отрасли европейские спотовые цены вновь обогнали текущий уровень контрактных цен Газпрома: \$ 350 vs \$ 330 за тыс. куб. метров. Однако грядущее вслед за ростом нефтепродуктовой корзины увеличение экспортных цен на российский газ чревато очередной потерей конкурентоспособности Газпрома, что особенно вызывает тревогу в преддверии окончания отопительного сезона и сохраняющегося избытка предложений на американском рынке.

Динамика спотовых и контрактных цен на газ в ЕС, \$ за тыс. куб. м



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

Мы, как и месяцем ранее, не видим фундаментальных торговых идей в секторе (бумаги нашего последнего условного фаворита Башнефти в марте реализовали остававшийся потенциал для роста) и не рекомендуем покупать акции нефтегазовых компаний.

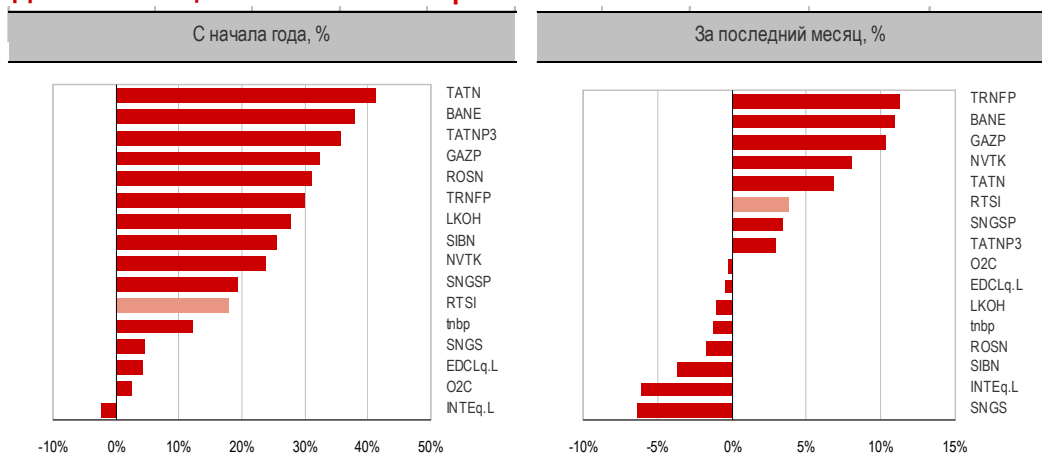
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Нефть и газ									
Газпром	GAZP	8.4	197 987	6.0	2.0	4.9	8.1	-4%	продавать
Роснефть	ROSN	9.4	99 526	9.6	1.8	5.9	7.7	-18%	продавать
Лукойл	LKOH	72	56 627	6.3	0.6	4.2	73	1%	держат
ТНК-ВР	tnbp	3.1	45 741	7.7	1.2	5.1	2.4	-22%	продавать
Сургутнефтегаз	SNGS	1.10	39 361	7.4	0.7	3.0	1.01	-8%	продавать
НОВАТЭК	NVTK	13.6	41 240	30.9	11.2	23.1	12	-12%	продавать
Газпром нефть	SIBN	5.3	24 880	7.9	0.9	4.8	5.0	-5%	продавать
Татнефть	TATN	6.8	14 053	10.3	1.1	7.2	4.7	-30%	продавать
Башнефть	BANE	61	10 380	7.5	1.0	4.9	59	-4%	продавать
Привилегированные акции									
Транснефть п.	TRNFP	1 599	10 611	2.0	1.3	2.1			
Сургутнефтегаз п.	SNGSP	0.61	4 711				0.56	-8%	продавать
Татнефть п.	TATNP3	3.8	557				2.3	-40%	продавать
Нефтесервис									
БК Евразия	EDCLq.L	34	4 979	19.4	2.5	10.6	25	-26%	продавать
Интегра	INTEq.L	3.5	636	отр.	0.8	6.0	3.3	-5%	продавать
C.A.T. oil	O2C	10	503	17.8	1.5	6.6	9.4	-9%	продавать

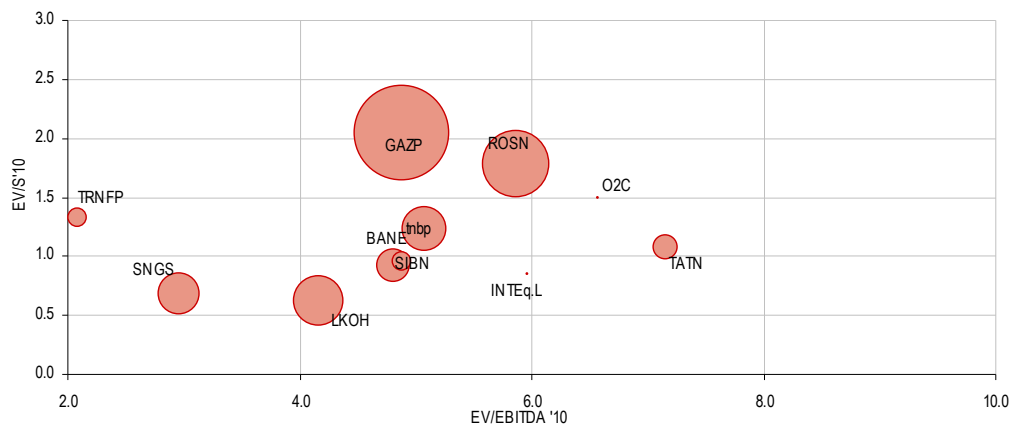
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П
Нефть и газ									
Газпром	94 154	111 899	123 355	35 368	46 953	47 812	24 541	32 726	30 939
Роснефть	46 826	63 047	67 865	13 478	19 096	16 517	6 514	10 400	8 129
Лукойл	81 083	104 956	107 530	13 715	15 687	15 658	7 011	9 006	8 622
ТНК-ВР	31 172	38 920	44 121	7 986	9 406	11 007	5 175	5 937	7 038
Сургутнефтегаз	24 624	31 509	33 636	6 472	7 212	7 173	5 503	5 354	5 289
НОВАТЭК	2 831	3 852	5 263	1 231	1 871	2 303	820	1 334	1 561
Газпром нефть	24 166	32 772	35 646	4 904	6 277	6 318	3 013	3 148	4 082
Татнефть	11 981	14 820	16 094	2 538	2 233	2 877	1 711	1 366	1 666
Башнефть	4 379	12 563	12 963	807	2 460	2 254	510	1 380	1 205
Привилегированные акции									
Транснефть п.	10 853	14 010	16 235	6 758	8 960	9 941	3 812	5 186	5 844
Нефтесервис									
БК Евразия	1 382	1 869	2 310	321	449	519	165	257	339
Интегра	836	887	1 052	55	126	150	-119	-27	32
C.A.T. oil	318	305	339	63	69	72	12	28	30

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Юрий Волков, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Металлургия

Все больше оснований для оптимизма

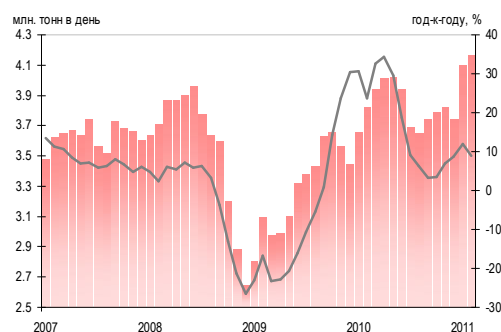
Несмотря на то, что в марте на рынках металлопродукции наблюдалась коррекция, а на рынке акций бумаги компаний металлургического сектора не продемонстрировали единой динамики, оснований для оптимизма по отношению к сектору у нас все больше. Мы не исключаем, что уже в апреле наши целевые уровни по бумагам металлургов будут пересмотрены в сторону повышения на фоне более высоких прогнозных цен на основные металлы.

Основные тенденции

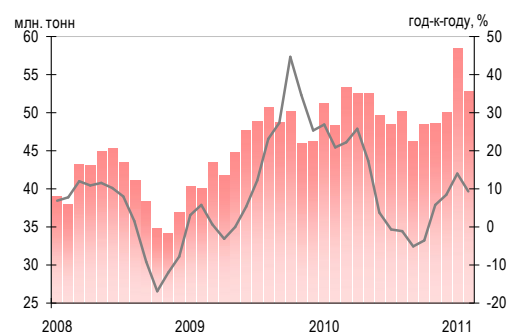
Месяц назад мы говорили о том, что ситуация в Китае, где со второй половины 2010 г. отчетливо наметились признаки замедления спроса на сталь, не позволяет нам смотреть на рынок металлопродукции с тем позитивным настроением, которое могло бы быть при наблюдавшихся тогда ценах на металлы и металлургическое сырье. Действительно, в марте на рынках стали, металлургического сырья и ряда цветных металлов произошла коррекция, однако ее масштабы были далеки от катастрофических: цены на сталь на мировом рынке потеряли \$ 30-50 за тонну (5-7 %) и остаются на 13-15 % выше уровней начала года, стоимость железной руды снизилась примерно на столько же, а котировки коксующегося угля, несмотря на нормализацию ситуации в Австралии, показали завидную устойчивость, потеряв за месяц лишь на 1-2 %. При этом целый ряд произошедших за месяц событий заставляет нас все более оптимистично смотреть на рынок стали на ближайший квартал, а именно:

1. Опубликованная в марте статистика Worldsteel по мировому производству стали в январе-феврале 2011 г. показала, что **мировой выпуск металла вновь вышел на рекордные уровни** и, что еще более важно, **стагнация в китайской металлургической отрасли** длиной в несколько месяцев **вновь сменилась ростом** (данные по выпуску стали в Поднебесной за январь были пересмотрены в сторону увеличения).

Среднесуточное производство стали в мире



Видимое потребление стали в Китае



Источники: Worldsteel, Таможенная статистика КНР, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Все более очевидно, что резкий подъем цен на металл и металлургическое сырье в начале года был вызван не только временными факторами (наводнения в Австралии, накопление запасов перед длинными праздниками в КНР), но и увеличением реального физического спроса.

2. На снижение рисков замедления спроса на стороны Китая указывает и **экономическая статистика КНР**: рост промышленного производства в феврале на 14.9 % год-к-году, увеличение индекса PMI (CFLP) с февральских 52.2 до мартовских 53.4, замедление инфляции с 5.1% год-к-году в ноябре 2010 г. до 4.9 % в феврале с.г. Все эти данные говорят о том, что замедление в китайской экономике будет носить, скорее всего, управляемый характер, а ужесточение властями КНР денежно-кредитной политики, вероятно, приближается к концу.

3. Экономика второго по величине потребителя стали в мире – США, похоже, лишь набирает форму. Индексы промышленного PMI по Соединенным Штатам (61.2 в марте) близки к многолетним максимумам, ситуация на рынке труда стремительно налаживается, спрос на автомобили остается высоким, а по-прежнему тяжелая ситуация на строительном рынке, где объемы нового жилищного строительства по-прежнему в 3-4 раза ниже уровней первой половины 2000х, скорее показывает возможности для увеличения потребления металла в будущем, чем несет в себе дополнительные риски для металлургов.

4. Свободных сырьевых мощностей почти нет, металлургических – ограниченное количество. Сроки реализации проектов в металлургической и добывающей промышленности обычно составляют 3-5 лет и, соответственно, в 2011-2013 гг. в строй должны быть введены объекты, строительство которых было начато в 2007-2010 гг., а их весьма немного, ведь почти половина этого периода пришлась на острую фазу кризиса, когда большинство металлургов замораживали все или почти все проекты по расширению мощностей. В то же время, спрос на основные металлы в мире растет с вполне «докризисными» темпами.

Мы не исключаем, что уже в апреле на фоне более высоких прогнозных цен на металлы (прежде всего в 2011-2012 гг.) мы пересмотрим свои оценки целевой стоимости бумаг компаний металлургического сектора в сторону повышения, хотя и предыдущие таргеты предполагали определенный потенциал роста до конца года.

События в Японии: влияние на отрасль – неоднозначно

В марте много говорилось о том, каким образом произошедшие в Японии трагические события могут повлиять на мировую металлургическую отрасль. Япония является одним из крупнейших мировых производителей и экспортеров стали, крупным потребителем металлургического сырья, цветных металлов. Тем не менее, на наш взгляд, однозначного ответа на вопрос о влиянии событий 11 сентября на отрасль в мировом масштабе дать нельзя, да и вряд ли это влияние будет слишком существенным. С одной стороны, остановка крупных японских заводов по производству автомобилей и запасных частей, бытовой техники и электроники может в марте-апреле негативно повлиять на потребление металлов. С другой стороны, отложенный спрос, вероятно, проявится летом, а для реконструкции пострадавших от цунами районов потребуется еще больше металла. Мы бы не советовали делать ставку на металлургическую отрасль или против нее, руководствуясь исключительно соображениями о японских событиях.

Корпоративные события – весьма важны

Помимо глобальных и общерыночных тенденций значительное влияние на динамику акций компаний сектора в марте оказали корпоративные события: избрание «компромиссного» совета директоров и заявления о возможности скупки бумаг со стороны Металлоинвеста способствовали росту котировок Норильского никеля, бумаги Распадской оказались под мощным давлением из-за намерений ее ключевых акционеров найти покупателя на принадлежащую им долю в компании, а бумаги НЛМК оказались под давлением на фоне того, что по итогам последнего квартала 2010 года компания утратила звание самой рентабельной в отрасли, продемонстрировав самую низкую рентабельность по EBITDA со 2-ого квартала 2009 г.

В настоящий момент мы не допускаем весомых причин для продолжения ралли в Норильском никеле (хотя, цены на металлы, безусловно, могут преподнести сюрприз), считаем, что бумаги Распадской существенно перепроданы, а смена собственника компании (если она и произойдет, что с течением времени выглядит все менее вероятным) может нести в себе не только риски, но и возможности для миноритариев (например, если покупателем контрольного пакета выступит одна из крупнейших мировых горно-металлургических компаний, которая может выставить оферту миноритарным акционерам) и видим в отчетности НЛМК подтверждение своего мнения о том, что бумаги Северстали и ММК являются на сегодняшний день наиболее привлекательной инвестицией в российском сталелитейном секторе.

Ключевые рекомендации

Среди «большой четверки» российских металлургов мы отдаем предпочтение **Северстали и ММК**. Северсталь по итогам последнего квартала стала наиболее рентабельной российской компанией сектора (что обычно заслуживало премию по мультипликаторам к основным конкурентам, в то время как бумаги Северстали до сих пор торгуются с дисконтом). В случае

ММК, помимо прочего, бросается в глаза почти двукратное отставание стоимости бизнеса (EV) компании от стоимости бизнеса НЛМК при становящихся все более схожими финансовыми показателями и перспективами дальнейшего роста. На текущих ценовых уровнях, нам нравятся все основные бумаги угольного сектора – **Мечел**, **Распадская**, **Белон**. Бумаги последних двух компаний выглядят сильно перепроданными после мартовского снижения.

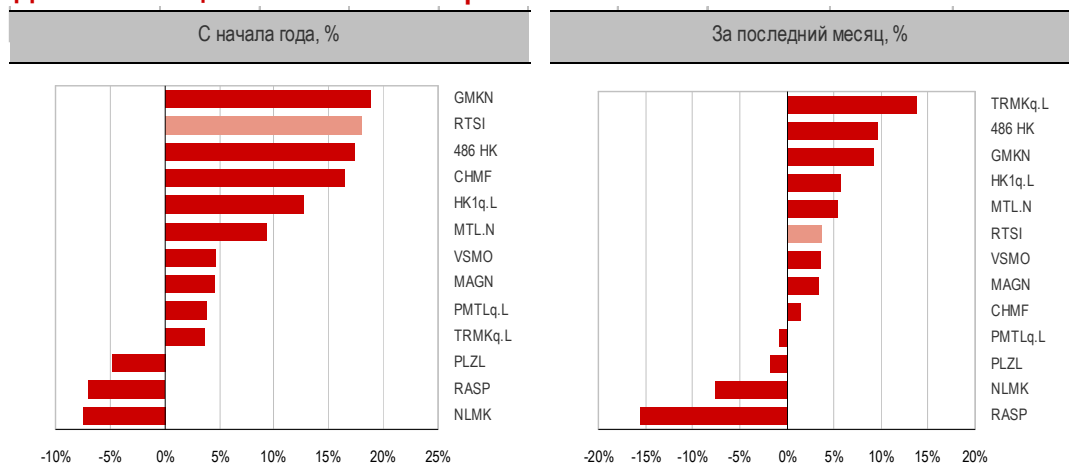
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Черная металлургия									
НЛМК	HK1q.L	4.38	26 244	20.9	3.3	11.8	3.82	-13%	продавать
Северсталь	NLMK	19.7	19 894	отр.	1.8	7.4	22.7	15%	держать
Евраз Групп	CHMF	40.4	17 703	33.3	1.9	10.6	42.1	4%	держать
ММК	MAGN	1.13	12 599	27.3	1.8	9.7	1.48	31%	покупать
Цветная металлургия									
Норильский Никель	GMKN	279	53 119	10.2	3.3	6.9	250	-10%	продавать
РУСАЛ	486 HK	1.8	27 329	9.5	3.5	14.9	1.9	6%	держать
Полюс Золото	PLZL	59.7	10 636	29.3	6.4	15.5	70.7	18%	покупать
Полиметалл	PMTLq.L	19.3	6 697	30.4	7.8	18.7	21.6	12%	держать
ВСМПО	VSMO	122	1 411	отр.	2.4	14.9	157	28%	покупать
Угольные компании									
Мечел	MTL.N	31.94	13 296	26.8	2.1	9.4	38.3	20%	покупать
Распадская	RASP	6.54	5 104	22.9	7.4	17.1	13.7	109%	покупать
Трубная промышленность									
ТМК	TRMKq.L	21.41	4 634	44.4	1.5	8.9	20.2	-6%	продавать

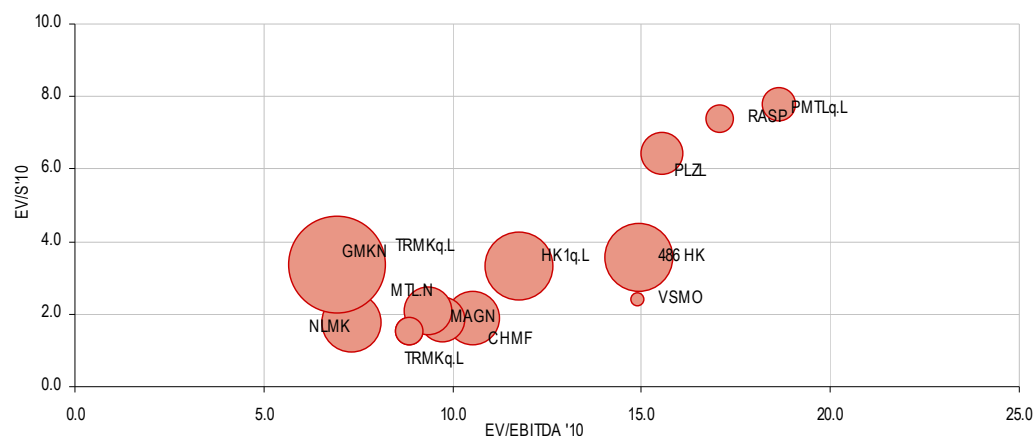
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П
Черная металлургия									
НЛМК	6 140	8 351	9 727	1 370	2 349	2 962	216	1 255	1 975
Северсталь	13 582	13 573	17 879	1 034	3 263	4 173	-1 037	-515	2 221
Евраз Групп	9 772	13 144	16 084	1 237	2 350	3 255	292	532	827
ММК	5 081	8 412	10 294	1 023	1 570	2 199	232	461	897
Цветная металлургия									
Норильский Никель	10 155	15 214	16 908	4 418	7 317	7 762	2 600	5 231	5 408
РУСАЛ	8 165	10 979	12 990	596	2 597	3 323	821	2 867	2 961
Полюс Золото	1 225	1 645	2 182	549	678	901	322	363	544
Полиметалл	561	941	1 701	226	392	910	96	220	630
ВСМПО	888	854	1 106	252	136	260	64	-14	89
Угольные компании									
Мечел	5 754	9 540	11 173	652	2 087	2 637	74	497	1 205
Распадская	497	707	1 005	252	306	705	117	223	441
Трубная промышленность									
ТМК	3 461	5 578	5 962	321	942	1 098	-316	104	345

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Михаил Лямин
Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Электроэнергетика

Появление ясности?

Рынок акций компаний электроэнергетики постепенно начинает оживать. В начале апреля правительство опубликовало постановление о рынке электроэнергии и мощности, которое обобщило ранее объявленные изменения. В данной связи мы воспринимаем опубликованные правила как умеренно позитивные, т.к. на рынке появляется ясность, отсутствие которой и стало причиной февральских распродаж акций.

Кроме того, с точки зрения текущей конъюнктуры рынка электроэнергии можно отметить способность наиболее эффективных генераторов в значительной степени восполнять потери от внедряемых изменений в регулировании. В данной связи мы сохраняем в качестве ключевых рекомендаций сектора бумаги: ОГК-4, ОГК-5.

Кроме того, к концу апреля ожидается появление параметров предстоящего объединения ОГК-2 и ОГК-6, что может привести к очередной переоценке акций данных компаний.

Основные тенденции

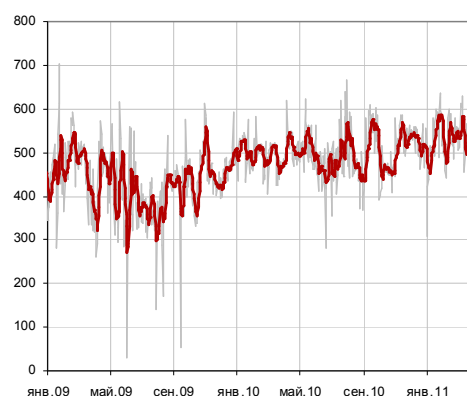
Несмотря на начавшееся потепление, спрос на электроэнергию в первый месяц весны оставался достаточно сильным, свидетельством чего стало превышение потребления электроэнергии в зоне Европа+Урал на 3.9 % к 2010 г. и на 9.1 % к кризисному 2009 г. Несмотря на некоторое снижение, по сравнению с рекордными уровнями февраля, средняя цена электроэнергии на рынке сутки вперед (PCB) в зоне Европа+Урал оставалась на весьма высоком уровне в 983 руб./МВтч (+25 % г-к-г), в зоне Сибири 523 руб. (+7 % г-к-г)

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

Первая ценовая зона



Вторая ценовая зона



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

В марте ситуация на рынке акций электроэнергетических компаний стабилизировалась. За месяц компании сектора сыграли февральское снижение, тем не менее, по-прежнему оставаясь на более низких уровнях по сравнению с началом года. Причинами охлаждения инвесторов к отрасли являются очередные попытки правительства ввести ручное управление. Впрочем, скорее негативное влияние оказывает отсутствие понимания дальнейших перспектив регулирования и механизмов функционирования отрасли. Вместе с тем, отметим, что в начале апреля были опубликованы новые правила функционирования отрасли. Новые правила во многом объединили ранее озвученные правительством положения и, по нашему мнению, не являются столь негативными, как оценил рынок февральским снижением.

Более того, с учетом либерализации рынка электроэнергии, который стал более чувствительным к изменению экономики компаний, наиболее эффективные генераторы, как и ранее, могут

получать сверх прибыль на рынке электроэнергии, отменить маржинальность или принудительно снизить цену, на котором сложнее чем на рынке мощности. На примере результатов ОГК за 9 мес. 2010 г. и оценками роста топливных затрат, связанных исключительно с плановым повышением тарифов на газ, можно оценить влияние либерализации. По нашим оценкам, рентабельность продажи 1 МВтч на РСВ (в зоне Европа+Урал), выраженная через разницу между рыночной оценкой и удельными топливными затратами, в текущем году могла вырасти почти в 2 раза - с 17 до 29 %. Соответственно, если тариф на мощность остается неизменным, т.е. служит лишь источником покрытия постоянных затрат, средняя операционная рентабельность ОГК может повыситься с 8 до 15 %



Источники: Аналитический департамент Банка Москвы

На наш взгляд, динамика свободных цен электроэнергии свидетельствует о том, что генерирующие компании обладают возможностью компенсации значительной части выпадающих в связи с изменением норм регулирования доходов. В условиях, когда пиковый спрос на энергию удовлетворяется старыми неэффективными мощностями, текущая структура российских генерирующих активов не позволяет остановить рост цен. Рентабельность продаж электроэнергии начнет снижаться только по мере вывода устаревших активов из эксплуатации и увеличения избыточных резервных мощностей.

В этой связи последние меры правительства, рассчитанные на ограничение инфляции, по предварительным оценкам, не окажут существенного влияния на целевые уровни ОГК. Объявленное сокращение выручки тепловых станций на 19 млрд руб при отпуске 620 млн МВтч соответствует снижению 30 руб/МВтч или 3 % от рыночных цен РСВ. Такое снижение не превышает месячную волатильность цен и теоретически легко может быть восполнено на свободном рынке.

Ключевые рекомендации

Появление большей ясности относительно рынка электроэнергии и мощности должно позитивно отразиться на динамике акций компаний сектора. Мы оставляем свои рекомендации прошлого месяца без изменений ОГК-4 и ОГК-5 как наиболее эффективным генераторам менее чувствительным к изменениям параметров регулирования. Кроме того, в качестве спекулятивной идеи мы обращаем внимание на акции ОГК-2 и ОГК-6, к концу месяца по которым могут стать понятны параметры их объединения.

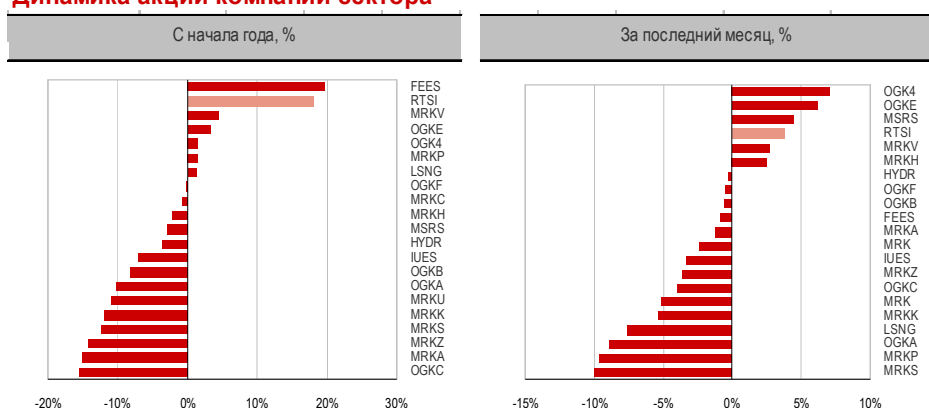
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Генерация электроэнергии									
РусГидро	HYDR	0.052	14 986	11.3	1.0	5.9	0.066	27%	покупать
ОГК-4	OGK4	0.10	6 170	30.2	3.6	17.0	0.12	24%	покупать
Интер РАО	IUES	0.0015	4 224	186.7	1.8	12.0	0.0018	25%	покупать
ОГК-5	OGKE	0.09	3 357	23.3	2.6	12.2	0.13	37%	покупать
ОГК-3	OGKC	0.047	2 247	60.2	0.6	8.9	0.063	33%	покупать
ОГК-2	OGKB	0.054	1 763	14.9	1.2	9.2	0.081	50%	покупать
ОГК-1	OGKA	0.036	2 329	42.0	1.2	11.7	0.052	46%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.047	1 518	44.0	1.1	12.8	0.042	-11%	продавать
Электросети									
ФСК	FEES	0.014	17 739	25.9	3.7	6.8	0.012	-15%	продавать
Холдинг МРСК	MRKH	0.17	7 044	32.3	0.7	4.5	0.23	32%	покупать
МОЭСК	MSRS	0.05	2 580	10.2	1.1	3.7	0.07	34%	покупать
МРСК Центра	MRKC	0.04	1 849	9.8	1.1	4.9	0.05	7%	держать
МРСК ЦП	MRKP	0.010	1 135	42.5	0.7	5.7	0.014	37%	покупать
МРСК Волги	MRKV	0.006	1 100	отр.	1.0	11.1	0.008	22%	покупать
МРСК Урала	MRKU	0.010	857	43.4	0.5	4.4	0.014	41%	покупать
МРСК Сибири	MRKS	0.009	786	отр.	0.6	22.5	0.012	31%	покупать
Ленэнерго	LSNG	0.86	797	17.3	1.1	3.9	1.20	39%	покупать
МРСК СЗ	MRKZ	0.006	609	отр.	0.7	15.1	0.011	65%	покупать
МРСК Юга	MRKA	0.005	248	отр.	0.9	6.0	0.006	30%	покупать
МРСК СК	MRKK	5.1	150	отр.	0.4	2.9	8.5	67%	покупать

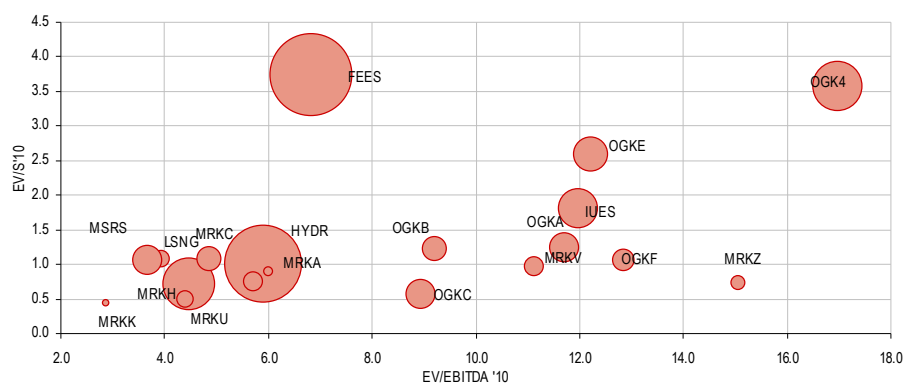
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П
Генерация электроэнергии									
РусГидро	3 635	14 360	5 680	1 615	2 437	2 885	964	1 330	1 670
ОГК-4	1 239	1 614	2 058	273	340	520	174	205	328
Интер РАО	2 152	2 512	2 934	-310	377	419	-392	23	129
ОГК-5	1 246	1 491	2 069	244	316	555	101	144	308
ОГК-3	948	1 236	1 372	189	78	73	135	37	22
ОГК-2	1 177	1 496	1 794	102	200	266	34	118	153
ОГК-1	1 193	1 629	1 928	149	171	186	98	55	78
ОГК-6	1 170	1 453	1 762	167	119	124	77	35	25
Электросети									
ФСК	2 898	4 343	4 911	959	2 377	2 552	-1 938	686	1 198
Холдинг МРСК	14 563	15 745	17 595	2 724	2 485	2 808	436	218	426
МОЭСК	2 708	3 813	3 779	882	1 093	1 126	339	254	306
МРСК Центра	1 551	2 072	2 725	305	454	710	66	189	327
МРСК ЦП	1 494	1 935	2 330	189	250	412	24	27	132
МРСК Волги	930	1 323	1 714	154	115	297	41	-24	107
МРСК Урала	1 662	2 068	2 482	196	233	361	66	20	119
МРСК Сибири	1 260	1 549	2 116	95	44	353	-24	-95	128
Ленэнерго	925	1 145	1 445	328	310	530	89	46	173
МРСК СЗ	844	1 022	1 237	101	49	115	2	-73	-35
МРСК Юга	600	773	1 055	121	114	246	-35	-69	16
МРСК СК	315	404	492	26	61	86	-18	-3	-5

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Кирилл Горячих
Goryachih_KA@mmbank.ru

Телекоммуникации

Снова в фокусе

С фундаментальной точки зрения с текущих уровней нам продолжают нравиться бумаги МТС, VimpelCom и СТС Медиа. При этом лучшей краткосрочной идеей мы считаем акции МТС, по которым ожидается высокая дивидендная доходность. Мы также отмечаем имеющийся потенциал роста в компаниях малой капитализации: IBS Group и Армада.

Акции Ростелекома, на наш взгляд, уже изрядно перекуплены на ожиданиях реорганизации и включения в индексы MSCI. При этом серьезные продажи в данных бумагах вряд ли произойдут до июня.

Основные тенденции

По итогам месяца телекоммуникационный и медиа сектора были в фокусе у инвесторов. Значительно лучше рынка выглядели бумаги МТС, Ростелекома и СТС-Медиа. Не удивительно, ведь прошедший период был богат на события: завершение торгов по МРК, вероятное включение бумаг Ростелекома в индексы MSCI уже в мае текущего года, отчетности МТС и VimpelCom Ltd, Capital Markets Day СТС Медиа.

Мобильная связь: МТС или VimpelCom?

Мы продолжаем видеть потенциал роста в бумагах мобильных операторов. На текущих уровнях МТС торгуется с мультипликатором EV/EBITDA 2011 4.6x, а VimpelCom (с учетом Wind) – 4.3x, что существенно ниже аналогов во всем мире. В прошлой стратегии мы уже отмечали, что дисконт данных компаний кажется нам абсолютно необоснованным.

В краткосрочной перспективе мы отдаем предпочтение МТС: бумаги компании позволяют сделать сфокусированную ставку на Россию, что при текущих ценах на нефть особенно актуально. Кроме того, мы ожидаем высокую дивидендную доходность в бумагах компании, что станет одним из драйверов роста в краткосрочной перспективе.

В качестве более долгосрочной инвестиции мы бы предпочли акции VimpelCom. Мы отмечаем, что во втором полугодии может произойти переоценка бумаг компании инвесторами из-за улучшения позиций на российском рынке (компания уже существенно увеличила CAPEX и маркетинговые расходы), листинга в Европе и включения в индексы MSCI, оглашения стратегии развития новой компаний с планами по сокращению долга. Кроме того, VimpelCom на текущих уровнях стоит дешевле МТС.

Драйверы роста МТС и VimpelCom Ltd.

	Драйверы роста	Срок реализации
МТС	Высокие дивиденды	май.11
	Сфокусированная ставка на Россию из-за высоких цен на нефть	сейчас
VimpelCom Ltd	Улучшение позиций в России	2-е пол. 2011
	Включение в MSCI	2-е пол. 2011
	Решение вопроса с Djezzy	конец 1-ого пол.- начало 2-ого пол. 2011
	Сокращение долга	2012

Мы также отмечаем, что снижение рентабельности мобильных операторов в 4-м квартале 2010 г. не является неожиданностью. Наши модели предполагают дальнейшее падение показателя маржи, вызванное ростом конкуренции на телекоммуникационных рынках. Даже при таких консервативных оценках, мы видим потенциал роста в бумагах МТС и VimpelCom.

Фиксированная связь: New Blue Chip is already not cheap

Одним из главных событий прошедшего месяца стала новость о том, что акции Нового Ростелекома будут включены в индексы MSCI Russia и MSCI EM с 1 июня. Мы отмечаем, что включение бумаг «национального чемпиона» в индексы MSCI было ожидаемо инвесторами. Новой является информация о сроках. Если раньше многие инвесторы ожидали существенного падения акций Ростелекома сразу после завершения процесса конвертации из-за переизбытка бумаг на рынке, то сейчас существенное снижение вряд ли может произойти до июня.

Что касается нашей фундаментальной оценки бумаг компании, то она остается неизменной. Мы не видим причин, по которым Ростелеком должен стоить дороже большинства иностранных аналогов. Более того, мы

можем назвать немалое количество причин, по которым компания должна стоить дешевле:

- Около 30 % выручки Ростелекома будет приходиться на сегменты с падающими доходами.
- Компании требуется значительный CAPEX в инфраструктуру фиксированного Интернета. Более того, на данном рынке ожидается высокий уровень конкуренции.
- Рентабельность будет снижаться в долгосрочной перспективе из-за роста доли доходов от фиксированного Интернета в выручке. Бизнес ШПД обладает рентабельностью максимум 30 % (в большинстве случаев 15-20 %), в то время как телефония – более 50 %.
- Операторы фиксированной связи, как правило, стоят дороже мобильных, а позиции Ростелекома на рынке сотовой связи остаются туманными.

Медиа: еще один аргумент в пользу значительного роста рынка телерекламы

Главным событием прошедшего месяца стал Capital Markets Day CTC Media. Именно в этот день компания проводит встречи с крупными иностранными инвесторами, которые главным образом формируют спрос на бумаги медиагруппы. С нашей точки зрения, основным драйвером роста в акциях компании станет значительный рост рынка телерекламы в 2011 г.

- Прогнозы Видео Интернэшнл предполагают увеличение рынка на 21 %.
- В последней статье Ведомостей отмечалось, что доходы телеканалов могут вырасти даже больше вышеуказанной цифры. Причиной данной динамики является тот факт, что телеканалы продадут остатки рекламного времени на 35-40 % выше цен прошлого года.
- Наш прогноз по рынку телерекламы составляет консервативные 18.5 %. Он базируется на наших макроэкономических прогнозах на 2011 г.: роста номинального ВВП на 15.6 % г-к-г, реального ВВП – на 4.1 % и инфляции – 10.5 %. При этом высокие цены на нефть могут стать фактором переоценки темпов роста российской экономики в текущем году.

Из всего вышесказанного мы делаем вывод, что наша целевая цена по бумагам CTC медиа в \$ 26.45 выглядит консервативно, и акции компании могут вырасти больше.

Ключевые рекомендации

Голубые фишки: ADR MTC и VimpelCom Ltd.

Второй эшелон: CTC Медиа, МТС локальные

Small Cap: IBS Group, Армада

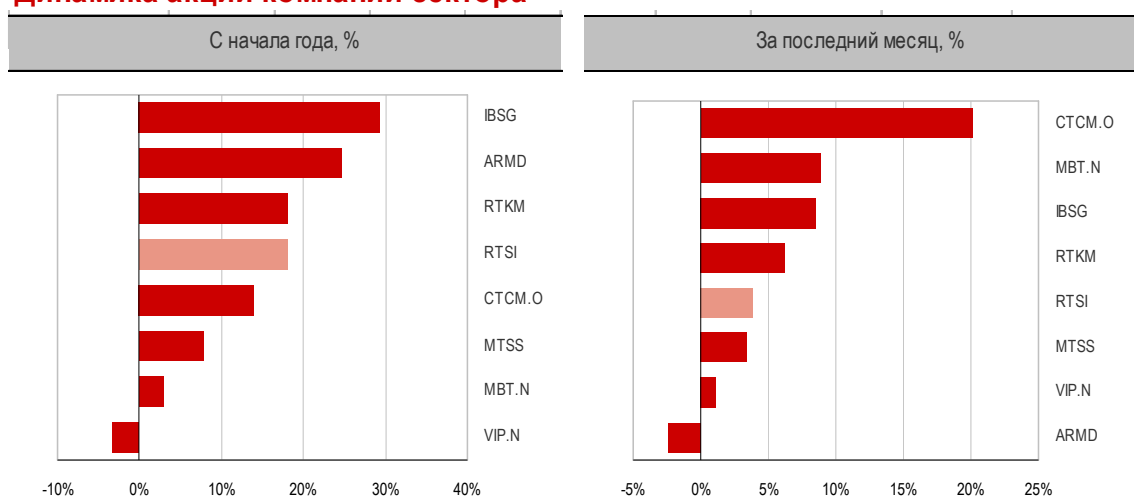
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Мобильная связь									
MTC (ADR)	MBT.N	21.48	20 587	12.8	2.2	5.1	23.80	11%	держать
MTC (локальные)	MTSS	9.17	17 571	10.9	1.6	3.6	10.10	10%	держать
VimpelCom Ltd.	VIP.N	14.54	18 771	11.0	2.1	4.4	17.50	20%	покупать
Фиксированная связь									
Ростелеком	RTKM	6.06	17 801	84.4	10.4	53.4	4.11	-32%	продавать
Медиа и IT									
CTC Media	CTCM.O	35.31	5 446	42.5	9.4	27.1	26.45	-25%	держать
IBS	IBSG	32.93	818	34.2	1.3	16.1	38	15%	держать
Армада	ARMD	15.08	181	24.1	1.3	12.4	20.50	36%	покупать

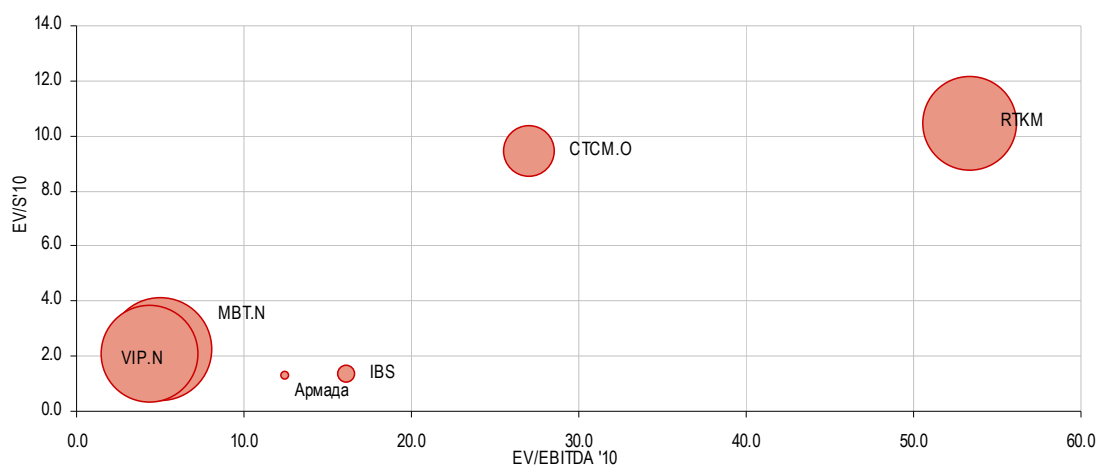
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П
Мобильная связь									
MTC	9 824	11 127	12 454	4 474	4 920	5 410	1 004	1 613	1 774
VimpelCom Ltd.	8 703	10 936	12 167	4 273	5 200	5 718	1 122	1 710	1 886
Фиксированная связь									
Ростелеком	2 067	2 081	10 201	374	407	4 080	171	211	1 300
Медиа и IT									
CTC Media	506	572	649	211	199	232	100	128	150
IBS	505	647	851	34	54	76	13	24	40
Армада	98	128	172	2	13	21	1	8	13

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Банковский сектор

Виктория Чичуа
Chichua_VT@mmbank.ru

В ожидании глобальных перемен

Прошедший месяц сопровождался волной отчетности глобальных банков за 2010 год, что соответственно отражалось на высокой волатильности их акций. Апрель также обещает много интересных судьбоносных событий, способных качественно изменить структуру рынка акций банковского сектора.

На наш взгляд, в этом месяце внимания инвесторов заслуживают преимущественно 3 следующих эмитента:

Сбербанк:

Раздразнив в марте хорошими финансовыми результатами за 2010 год и насыщенными планами на среднесрочную перспективу, Сбербанк по-прежнему будет привлекать «изголодавшихся инвесторов», ищущих низкорисковую суперприбыль. Бесспорно, мы видим потенциал в акциях Сбербанка с точки зрения как фундаментальных, так и спекулятивных возможностей, но считаем, что текущая динамика их роста отражает уже и так слишком много нереализованных идей, многие из которых рискуют так и остаться нереализованными (по крайней мере, в среднесрочной перспективе).

Номос-банк:

5 апреля банк начал официальное road-show в рамках предстоящего IPO. Определение окончательной цены размещения произойдет после 19 апреля. На текущий момент официальная предварительная оценка банка составляет 2.8 – 3.2 млрд долларов США (2х капитала), что представляется завышенным для данного банка (судя по всему, цена включает в себя долю, недавно приобретенную в Ханты-Мансийском банке). Согласно нашим оценкам, справедливая цена банка (отдельно от Х-М банка) составит 1.4х – 1.8х капитала. Говорить же о справедливой оценке объединенного банка (Номос + Х.-М. банк) пока преждевременно: на руках аналитиков только искусственно агрегированная история объединенного банка, скорее всего не имеющая ничего общего с возможной реальностью; нет понимания, насколько успешно пройдет в среднесрочной перспективе интеграция Х.-М. банка в Номос-банк.

ВТБ:

21 апреля планируется внеочередное общее собрание акционеров Банка Москвы, на котором будет рассмотрен вопрос переизбрания президента банка.

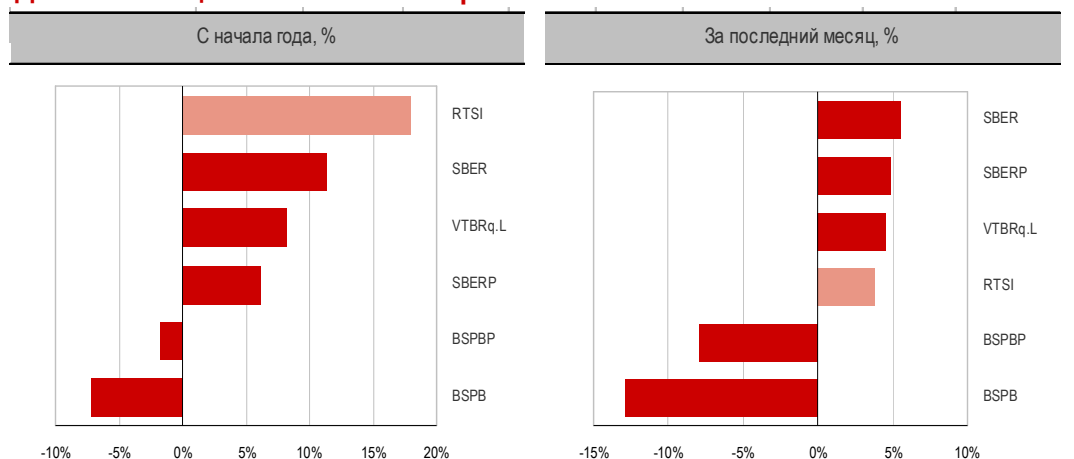
Основные рекомендации

		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 11	ROE, % 11	P/BV 11	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	3.8	82 072	7.4	29.6	1.9	4.1	8%	держать
ВТБ	VTBRq.L	7.1	37 285	9.3	20.3	1.7	7.6	7%	держать
Банк Санкт-Петербург	BSPB	5.2	1 792	5.1	32.4	1.1	5.4	5%	держать
Привилегированные акции									
Сбербанк п.	SBERP	2.6	130						
Банк Санкт-Петербург п	BSPBP	5.7	371				6.1	7%	держать

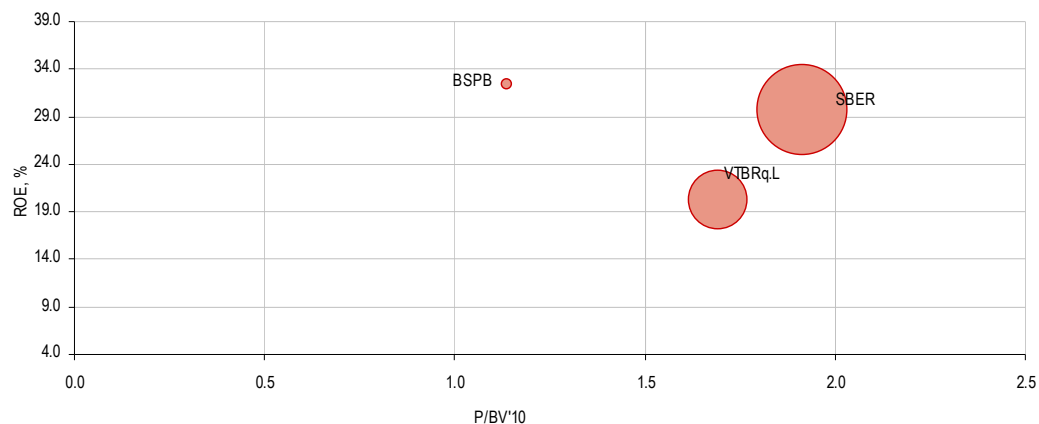
Финансовые показатели компаний сектора

	Активы млн. \$			Капитал млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П
Сбербанк	234 923	274 272	340 098	25 755	31 664	42 777	768	5 105	11 032
ВТБ	119 388	140 260	167 573	16 694	17 604	22 027	-1 876	1 285	4 017
Банк Санкт-Петербург	7 790	7 900	9 779	836	905	1 251	20	96	349

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Виталий Купеев
Kupееv_VS@mmbank.ru

Потребительский сектор

Синергия: бумаги перепроданы, добавляем в Top-picks

Несмотря на текущие высокие уровни цен на нефть и благоприятный курс национальной валюты акции компаний потребительского сектора и розничной торговли не показали в марте яркой динамики. Основными лидерами стали акции ритейлеров, которые прибавили в среднем 1-2 %, аутсайдерами стали Росинтер, Синергия, а также бумаги фармкомпаний (Фармстандарта и Верофарма).

Мы добавляем акции Синергии в наш Top-picks list. Бумаги компании остаются сильно перепроданными на опасениях резкого повышения акцизов на алкоголь. Мы полагаем, что заявление премьер-министра Владимира Путина против резкого повышения акцизов, сделанное в конце марта, подписание эксклюзивного 5-летнего контракта на дистрибуцию премиальных брендов виски компании WGS в России, а также публикация отчетности за 2010 год могут оказать существенную поддержку акциям Синергии в краткосрочной перспективе. Мы рекомендуем покупать акции компании на текущих уровнях. Мы также сохраняем позитивный взгляд на акции Х5 и Дикси.

Основные тенденции

Несмотря на текущие высокие уровни цен на нефть и благоприятный курс национальной валюты акции компаний потребительского сектора и розничной торговли не показали в марте яркой динамики. Основными лидерами стали акции ритейлеров, которые прибавили в среднем 2-5 %, аутсайдерами стали акции Росинтера, Синергии, а также бумаги фармкомпаний (Фармстандарта и Верофарма).

Мы подтверждаем нашу точку зрения, что основные показатели, способные значительно влиять на динамику располагаемых доходов населения (цены на нефть, курс рубля) продолжают оставаться сильными, что в свою очередь должно найти свое отражение как в общих макроэкономических показателях, так и в оценках компаний потребительского сектора.

Из четырех IPO российских компаний, запланированных на апрель, по крайней мере, две компании (Русагро и Евросеть) можно абсолютно точно отнести к потребительскому сектору. В то же время деятельность остальных двух компаний (Эталон – ЛенСпецСМУ и Номос банк) также направлена на удовлетворения внутреннего спроса. Успех этих IPO должен подтвердить интерес инвесторов к российскому потребительскому рынку, что может стать дополнительным катализатором для роста оценки сектора.

Корпоративные новости

Прошедший месяц дал старт сезону отчетности компаний сектора за 2010 год, который впрочем, продолжится вплоть до мая.

Магнит: Опубликованная в конце месяца отчетность компании оказалась несколько ниже нашего и консенсус прогнозов на уровне операционной и чистой прибыли. Рентабельность компании в 4-м квартале продолжила снижаться год-к-году из-за роста стоимости автомобильного топлива, а также расширения программы ремонта существующих магазинов. В то же время комментарии менеджмента указывают на ускорения роста продаж сети в 2011 году. Так, LFL-продаж магазинов показывают рост с начала года в среднем на 20 %. Высокие LFL-продажи вместе с увеличением прогноза новых открытий с 800 до 1 000 магазинов формата «у дома», а также планами по открытию около 200 магазинов косметики нового формата – «дроггери» свидетельствуют о возможности Магнита увеличить продажи в 2011 более чем на 50 %. Мы не исключаем, что высокие капитальные затраты (прогноз CAPEX увеличен с \$ 1.5 млрд до \$ 1.8 млрд) при достаточно консервативном взгляде менеджмента на максимальный уровень долговой нагрузки (показатель чистый долг/EBITDA до 2х) могут вынудить компанию привлечь финансирование путем выпуска новых акций. По слухам, SPO Магнита объемом около \$ 500 млн может пройти уже этой осенью. Мы допускаем, что новости о предстоящем выпуске новых акций могут иметь краткосрочный негативный эффект на котировки компании в связи с опасением избыточного предложения бумаг на рынке.

X5 Retail Group опубликует финансовые результаты 14 апреля. Мы не исключаем, что показатели рентабельности могут быть немного ниже текущих ожиданий, что связано с бурным ростом новых открытий в 4-м квартале (179 открытых новых магазинов в 4-м квартале против 116 открытий в 3-м квартале и 142 новых магазинов открытых за 1-ое полугодие). Мы ожидаем, что рынок будет больше сфокусирован на комментариях нового менеджмента (в компании за последний квартал сменились CEO и CFO) относительно планов развития в 2011 году, а также прогресса в интеграции сети Копейка.

Акции **Калины** стали одними из фаворитов последних недель на фоне публикации хороших финансовых показателей за 2010 год, а также завершения выкупа акций в размере 34 % от уставного капитала. Мы полагаем, что завершение выкупа собственных акций компанией по цене ниже рыночной, повышает привлекательность бумаг Калины и может служить катализатором роста ее котировок и способно увеличить дивидендную доходность бумаг компании с 3.6 % до 5.5 % в 2011 году.

Акции **Синергии** в прошлом месяце продолжили свое снижение на фоне предложений Минфина о многократном увеличении акциза на алкоголь в течение последующих трех лет, что могло бы вызвать снижение спроса на алкогольную продукцию. Заявление премьер-министра Владимира Путина против резкого повышения акцизов, сделанное на прошлой неделе, а также подписание эксклюзивного 5-летнего контракта на дистрибуцию премиальных брендов виски компании WGS в России могут оказать существенную поддержку акциям Синергии в краткосрочной перспективе. Мы рекомендуем покупать акции компании на текущих уровнях. Отчетность за 2010 год (публикация 7 апреля), а также комментарии менеджмента на телеконференции могут послужить дополнительными катализаторами для бумаг компании.

М.видео в конце марта провел встречу с аналитиками, где менеджмент представил свое видение развития рынка электроники (в среднем на 8 % ежегодно в горизонте до 2015 года), а также основных операционных показателей компании. Руководство компании отмечает, что потребительская уверенность не вернулась до предкризисного уровня, что указывает на возможность существенного роста LFL-продаж за счет увеличения числа покупателей. Базовый сценарий открытий новых магазинов предусматривает 35 новых торговых точек в 2011 году и по 20 магазинов в 2012-13 гг. (несколько ниже, чем мы закладываем в своей модели). В то же время в перспективе 3-х лет менеджмент видит показатели рентабельности по EBITDA на уровне 6.0 % (мы прогнозируем 5.7 %). Также компания подтверждает намерение продолжать дивидендные выплаты, основываясь на чистой денежной позиции компании и генерации свободных денежных потоков. Мы отмечаем, что М.видео является самым дешевым российским ритейлером, торгуясь в среднем на 25 % дешевле продуктовых сетей по мультипликатору '11 EV/EBITDA. Дополнительным катализатором роста бумаг могут стать операционные результаты компании за 1-й квартал (ожидаются 14 апреля).

Ключевые рекомендации

Мы продолжаем считать, что высокие цены на нефть и сильный рубль – позитивные факторы для компаний потребительского сектора. Мы считаем, что текущие высокие уровни цен на нефть и сильный курс рубля смогут положительно влиять на рост располагаемых доходов населения, что непременно должно отразиться в оценках компаний потребительского сектора.

Акции Синергии сильно перепроданы – добавляем в Top picks. Бумаги Синергии остаются сильно перепроданными. Заявление премьер-министра Владимира Путина против резкого повышения акцизов, сделанное в конце марта, может оказать существенную поддержку акциям Синергии в краткосрочной перспективе. Мы рекомендуем покупать акции компании на текущих уровнях. Отчетность за 2010 год (публикация 7 апреля), а также комментарии менеджмента компании на телеконференции могут послужить дополнительными катализаторами для бумаг компании. Наша целевая цена акций Синергии подразумевает потенциал роста бумаг на 40% до конца года.

X5 остается нашим фаворитом. GDR X5 Retail Group потеряли с начала года более 8 %, а с учетом корректировки на изменения обменного курса рубля более чем 16 % при отсутствии серьезных фундаментальных причин. Мы полагаем, что публикация операционных результатов за 1-ый квартал, а также комментарии нового менеджмента (за последние три месяца в компании сменились CEO и CFO) относительно планов развития в 2011 году, в частности прогресса в интеграции сети Копейка, начатого в марте на телеконференции в середине апреля, могут послужить катализаторами для раскрытия стоимости акций компании. Мы видим потенциал роста в бумагах X5 на 31%.

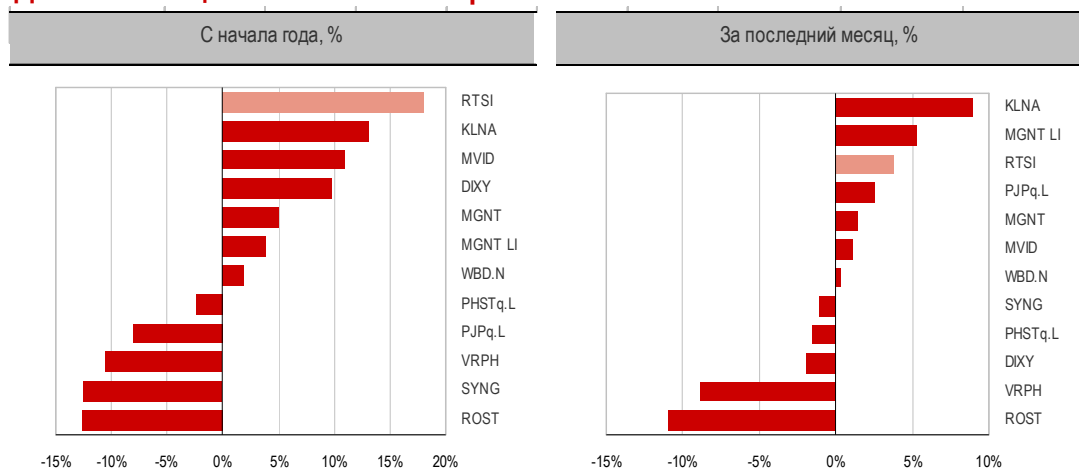
Основные рекомендации

		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Розничные сети									
X5	PJPq.L	43	11 528	31.6	1.1	14.2	55	29%	покупать
Магнит (локальные)	MGNT	140	12 416	35.3	1.7	20.0	136	-3%	продавать
Магнит (GDR)	MGNT LI	30.5	13 546	38.5	1.8	21.8	31.3	3%	держать
M-Видео	MVID	9.7	1 741	29.1	0.6	11.5	11	14%	держать
Дикси	DIXY	14.2	1 196	138.2	0.7	13.0	16.8	18%	покупать
Росинтер	ROST	21	340	29.7	1.2	10.6	23	10%	держать
Продукты питания и напитки									
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	33.61	5 915	45.3	2.6	21.5	33	-2%	продавать
Синергия	SYNG	42.20	921	14.8	1.4	8.3	55	30%	покупать
Фармацевтика и косметика									
Фармстандарт	PHSTq.L	27.80	4 203	18.5	4.6	12.7	30	8%	держать
Верофарм	VRPH	44.61	446	10.6	2.5	7.3	50	12%	держать
Калина	KLNA	32.18	271	10.9	0.7	6.1	32	-1%	продавать

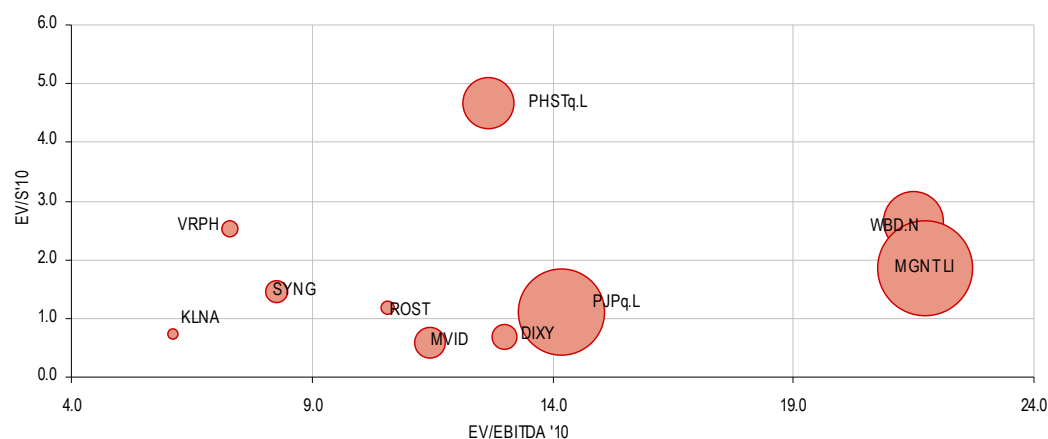
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 O	2011 П	2009	2010 O	2011 П	2009	2010 O	2011 П
Розничные сети									
X5	8 717	13 374	16 702	736	1 040	1 260	165	365	457
Магнит (локальные)	5 354	7 761	11 275	509	655	929	278	352	437
Магнит (GDR)	5 354	7 761	11 275	509	655	929	278	352	437
M-Видео	2 305	2 842	3 373	101	142	181	32	60	81
Дикси	1 710	2 145	2 723	88	112	162	-3	9	36
Росинтер	269	330	379	25	36	45	-9	11	19
Продукты питания и напитки									
Вимм-Билль-Данн	2 181	2 547	2 876	307	312	363	117	130	151
Синергия	568	694	792	92	120	144	34	62	89
Фармацевтика и косметика									
Фармстандарт	758	877	977	303	321	359	215	227	256
Верофарм	138	174	198	44	60	67	35	42	49
Калина	457	505	554	49	59	61	13	25	29

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Михаил Лямин
Lyamin_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин
Doronin_DA@mmbank.ru

Автомобилестроение

Хорошее начало года

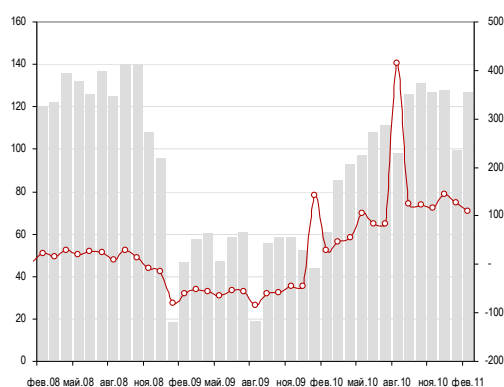
Российский рынок продолжает восстанавливаться. Статистика за первые два месяца нового года отражает существенный рост производства легковых автомобилей.

Тем не менее, неопределенность для отечественных производителей, в связи с отказом от продолжения стимулирования потребителей, в настоящее время превалирует, что снижает инвестиционную привлекательность инвестиций в акции компаний сектора.

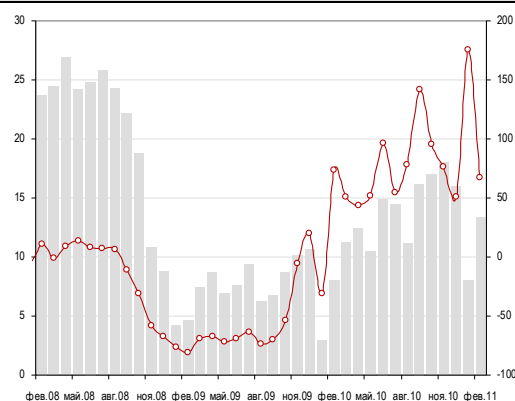
Основные тенденции

Российский рынок новых автомобилей продолжает стремительное восстановление. Так отчитавшийся за результаты продаж в первом квартале АвтоВАЗ, отразил 70 % рост объемов. Пока же растущий рынок оказывает поддержку российским производителям. По данным Росстата, в феврале в России было произведено более 127 тыс. легковых автомобилей, что является новым рекордом для данного месяца. Лидерами по темпам прироста являются производители отечественных марок. Производство грузовых автомобилей также возрождается, впрочем, здесь менее впечатляющая динамика.

Динамика продаж новых автомобилей в мире



Продажи автомобилей АвтоВАЗа на внутреннем рынке



Источники: АЕВ, АвтоВАЗ, Аналитический департамент Банка Москвы

Весной дополнительную поддержку российским производителям могут оказать события в Японии, следствием которых стала парализация промышленности. Вслед за остановкой производства автомобилей в Японии, приостановили или сократили сборку и ряд японских предприятий в США, что связано с появившимся дефицитом запчастей и компонентов. С учетом того, что по итогам прошлого года на долю Toyota приходилось около 5 % российского рынка, невозобновление работы японских предприятий возможно приведет к образованию дефицита, который вполне может быть заполнен другими моделями. Тем не менее, мы не ожидаем существенного перераспределения долей на российском рынке. Кроме того, обратной стороной кризиса может стать ожидаемый взлет цен на цветные металлы, используемые в производстве автокомпонентов. Эта сторона «медали» более опасна для российских производителей.

Ключевые рекомендации

Несмотря на успехи первых месяцев, текущий год будет более сложным для российских автопроизводителей. На фоне окончания программы утилизации в марте СМИ сообщили о параметрах заключенного контракта АвтоВАЗа с Северсталью на поставки проката, который предусматривает 30 % рост цен. По данным главы АвтоВАЗа Игоря Комарова, во втором полугодии 2011 г. ожидается еще одно повышение цен на продукцию, что в текущих условиях

может отразиться на спросе.

Таким образом, предвыборный год и возможное сокращение расходов бюджета могут стать негативными моментами для российских автопроизводителей. В данной связи инвестиции в акции российских автопроизводителей, по нашему мнению, пока не являются привлекательными.

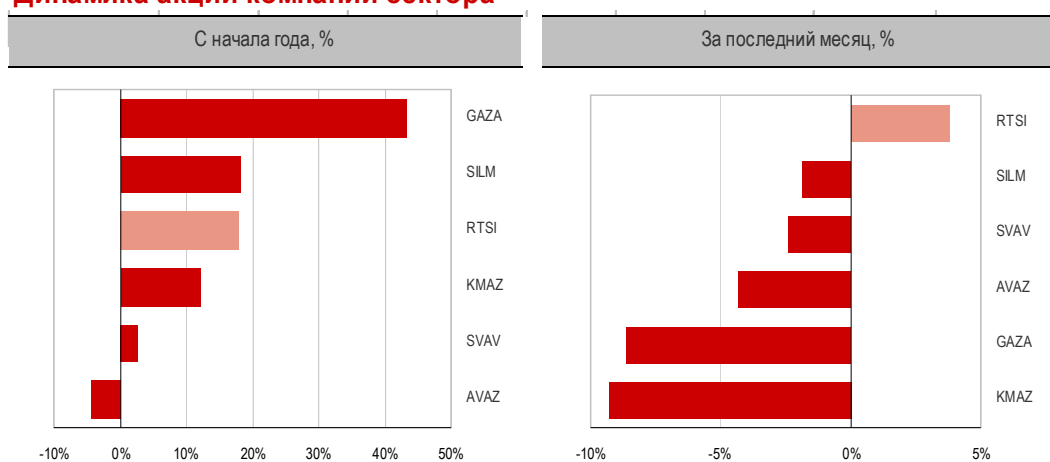
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Автомобилестроение									
КАМАЗ	KMAZ	2.65	1 874	отр.	0.8	15.9	2.20	-17%	продавать
АвтоВАЗ	AVAZ	1.06	1 466	12.2	0.8	7.0	0.90	-15%	продавать
ГАЗ	GAZA	53.0	982	отр.	0.6	17.6			
Sollers	SVAV	21.7	743	отр.	0.9	18.5	23.7	9%	держать
Энергетическое машиностроение									
Силовые машины	SILM	0.35	3 091	257.6	1.9	23.7			

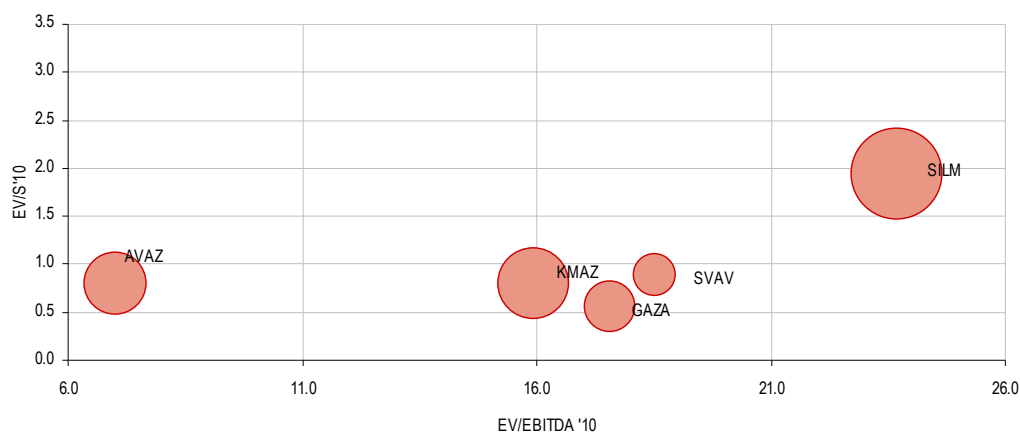
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 O	2011 П	2009	2010 O	2011 П	2009	2010 O	2011 П
Автомобилестроение									
КАМАЗ	1 917	3 021	3 626	26	151	189	-71	-5	10
АвтоВАЗ	2 897	4 446	4 563	-1 114	510	230	-1 540	120	15
ГАЗ	2 457	3 797	4 366	-100	120	138	-449	-260	-50
Sollers	1 095	1 697	2 263	8	81	164	-159	-77	5
Энергетическое машиностроение									
Силовые машины	1 592	1 489	1 709	158	122	160	41	12	10

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

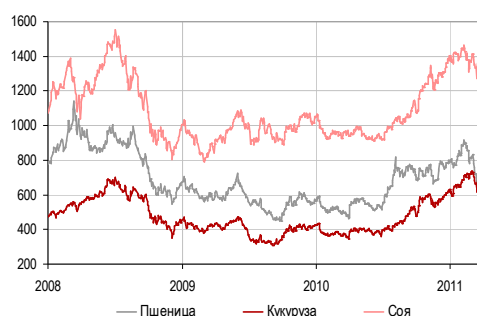
Пока без изменений

События на рынке минеральных удобрений в марте вряд ли можно однозначно занести «в плюс» или «в минус» сектору. С одной стороны, цены на сельскохозяйственные товары испытали серьезную коррекцию, а котировки азотных удобрений, несмотря на рост цен на энергоносители, устремились вниз. С другой стороны, производителям калийных удобрений удалось успешно реализовать анонсированное еще в феврале увеличение цен на спотовых рынках до \$ 510-525 за тонну.

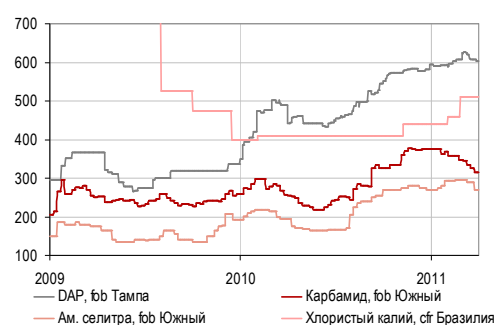
Основные тенденции

Несмотря на то, что по итогам марта роста цен на рынках сельскохозяйственной продукции не наблюдалось, текущие ценовые уровни на большинство сельхозкультур вполне приемлемы для создания фермерам достаточных стимулов к увеличению закупок минеральных удобрений. Однако пока значимое увеличение спроса заметно лишь в калийном и в фосфорном сегменте, в то время как в азотном секторе, несмотря на рост цен на энергоносители, цены продолжают сползать вниз, указывая на избыток предложения.

Цены на основные виды с/х товаров,
₽/бушель



Цены на основные виды минеральных
удобрений



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента
Банка Москвы

Снижение цен на азотную продукцию (цены на карбамид с начала года потеряли около 15 %) в совокупности с ростом регулируемых тарифов на газ наносит двойной (а если вспомнить про укрепления рубля, то и тройной) удар по Акрону, подкрепляя наш сдержанный взгляд на акции этой компании. В калийном сегменте, где оперируют Уралкалий и Сильвинит, о снижении цен речь не идет. Напротив, в марте калийщикам удалось успешно реализовать анонсированное месяцем ранее повышение цен на спотовых рынках. Однако ставить на дальнейший рост цен здесь как минимум в ближайшие месяц-два мы бы не стали. Контракт с крупнейшим мировым импортером хлористого калия – Индией, завершившийся в марте с.г., еще не переподписан, причем стороны, похоже, достаточно существенно расходятся относительно условий поставок на предстоящий год. Без подписания соглашения с Индией на выгодных условиях, которое вряд ли состоится раньше мая, дальнейший рост цен на спотовых рынках вряд ли возможен.

Ключевые рекомендации

В настоящий момент в секторе минеральных удобрений мы не рекомендуем к покупке ни одной ликвидной бумаги. Наше отношение к сектору может измениться, если рост цен на рынках сельхозпродукции материализуется в более существенное увеличение стоимости удобрений.

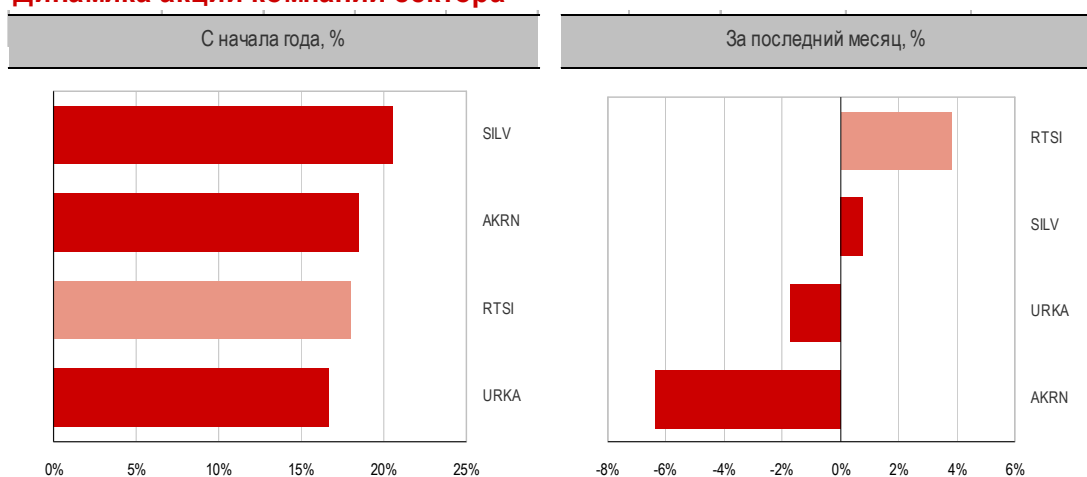
Основные рекомендации

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сильвинит	SILV	1 086	8 497	22.4	7.6	13.8	978	-10%	продавать
Акрон	AKRN	44.0	2 099	12.4	2.0	9.7	35.8	-19%	продавать
Уралкалий	URKA	8.37	17 782	32.4	10.4	21.9	7.33	-12%	продавать

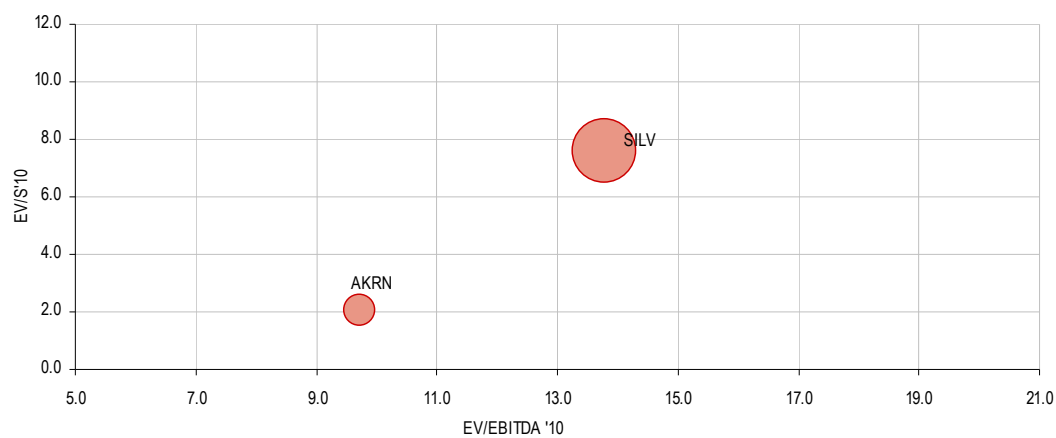
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П
Сильвинит	1 070	1 285	1 685	680	710	1 084	331	380	828
Акрон	1 182	1 438	1 733	213	300	394	223	170	153
Уралкалий	1 064	1 698	3 894	524	809	2 274	286	548	1 606

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Михаил Лямин
Lyamin_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин
Doronin_DA@mmbank.ru

Транспорт

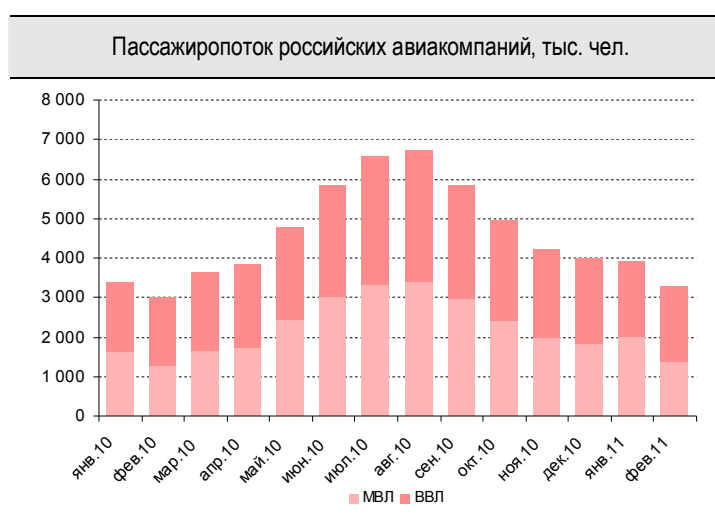
Сильные итоги начала года компенсируются давлением с рынка нефти

Февральская статистика рынка авиаперевозок отразила замедление темпов роста. Тем не менее, на фоне остальных крупнейших представителей отрасли, в начале года выделялся Аэрофлот – сохранивший опережающую динамику.

Несмотря на довольно сильные результаты акции крупнейшей российской авиакомпании по-прежнему торгуются хуже российского рынка в целом. Рост цен на нефть – традиционно оказывает давление на котировки представителей мировой авиаиндустрии.

Основные тенденции

В феврале российский авиационный рынок вновь смог продемонстрировать рост: пассажирооборот увеличился на 11,6 %, в основном за счет МВЛ, пассажиропоток – на 9 %. Отметим, что рост происходит уже не столь впечатляющими темпами за счет эффекта высокой базы по сравнению с прошлым годом. Впрочем, с учетом разгоревшихся в Северной Африке конфликтов сохранение высоких темпов роста пассажирооборота на МВЛ является хорошим сигналом.



Источники: Росавиация, Аналитический департамент банка Москвы

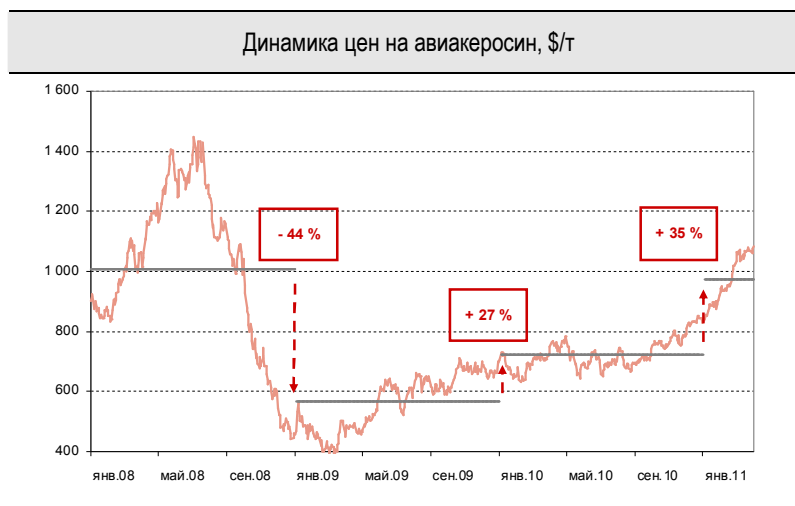
Отдельно стоит отметить показатели крупнейшей российской авиакомпании – Аэрофлот, который вновь сумел показать динамику лучше рынка (+15 % по пассажиропотоку). Причем остальные крупнейшие игроки в начале года уже не демонстрировали столь же бурных темпов роста как годом ранее: пассажиропоток Трансаэро и S7 практически не изменился, а Ютэйр – впервые за долгое время показал снижение (-5 %).

Операционные результаты крупнейших российских авиакомпаний

	Пассажирооборот, млн.пкм			пассажиропоток, млн. чел.		
	фев.11	фев.10	изм., %	фев.11	фев.10	изм., %
Группа Аэрофлот	2889	2443	18.3	1005	875	14.9
Трансаэро	1962	1722,5	13.9	369	364	1.4
S7	808	798	1.3	368	363	1.4
Ютэйр	529	498	6.2	287	301	-4.7

Источник: данные компаний, расчёты Аналитического департамента

Вместе с ростом производственных показателей март стал еще одним месяцем удорожания топлива. По версии Bloomberg, индекс авиатоплива с начала года прибавил 29 %. Сомнительные перспективы снижения мировой цены на нефть вынудили IATA понизить прогноз по годовой прибыли мировой авиаотрасли с \$ 9.1 до \$ 8.6 млрд.



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент банка Москвы

Несмотря на определенное давление, оказываемое на котировки акций авиакомпаний в мире, российские бумаги сохраняют стабильность. Исторически меньшая чувствительность наиболее эффективных российских перевозчиков к росту цен на нефть может усилить разрыв в динамике российских и зарубежных компаний. Кроме того, отметим, что по результатам первых двух месяцев, мировые конфликты пока не сильно затрагивают российские потоки. Мы полагаем, что и трагические события, которые произошли в марте в Японии, также не окажут существенного давления на динамику российского пассажиропотока.

В конце марта на ММВБ начались биржевые торги акциями Трансаэро – второго в России перевозчика. На 4 апреля рынок оценивал компанию в \$ 967,5 млн, что с учетом показателя долга на конец 2009 г. в размере \$ 1.1 млрд компания по мультипликатору EV/PAX 2010 торгуется на уровне 0,8, то есть с небольшим дисконтом к Аэрофлоту (0,10). Появление нового крупного представителя отрасли является позитивным фактором, впрочем, увеличение объема размещения в случае проведения Трансаэро IPO, может оказать краткосрочное давление на котировки Аэрофлота.

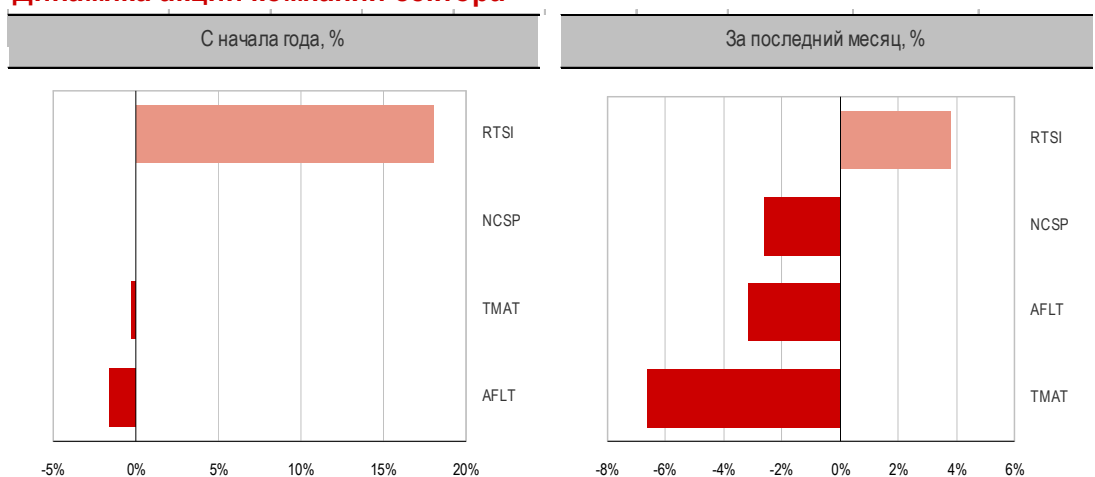
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Авиаперевозки									
Аэрофлот	AFLT	2.57	2 852	31.7	0.9	7.8			
Ярославский НПЗ	TMAT	0.53	308	33.8	0.6	12.8			
Морские перевозки									
НМТП	NCSP	10.0	2 568	11.6	3.9	6.6			

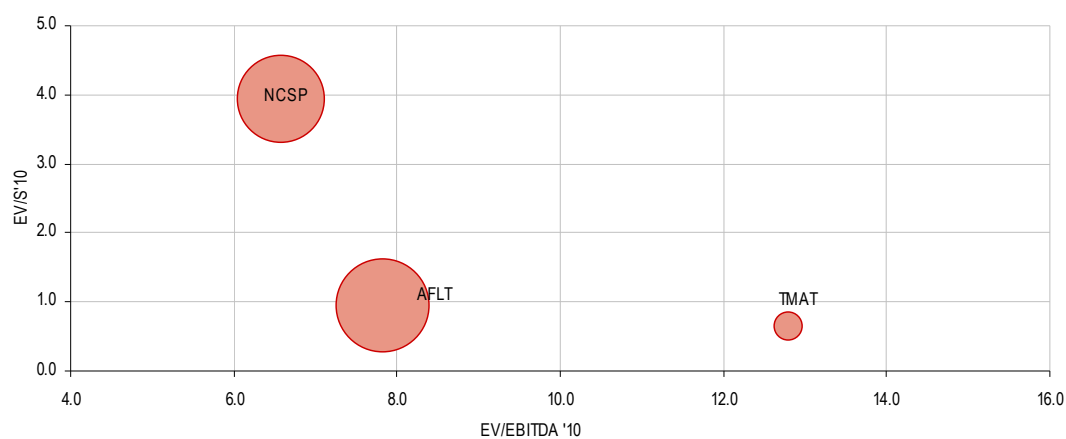
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П
Авиаперевозки									
Аэрофлот	3 272	3 828	4 402	378	464	572	48	90	119
Ярославский НПЗ	792	911	0	20	46	0	2	9	0
Морские перевозки									
НМТП	675	728	0	428	435	0	250	221	0

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 925 80 00 доб. 1404

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Кирилл Трemasов

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov_DV@mmbank.ru

Сергей Вахрамеев

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Экономика**

Кирилл Трemasов

Tremasov_KV@mmbank.ru**Стратегия**

Кирилл Трemasов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Юрий Нефедов

Nefedov_YA@mmbank.ru**Металлургия**

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Финансовый сектор**

Виктория Чичуа

Chichua_VT@mmbank.ru**Минеральные удобрения**

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru**Потребсектор**

Виталий Купеев

Kupееv_VS@mmbank.ru**Долговые рынки**

Юрий Нефедов (руководитель группы)

Nefedov_YA@mmbank.ru

Анастасия Сарсон

Sarson_AY@mmbank.ru

Екатерина Горбунова

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA

Drozdvov_AY@mmbank.ru**Машиностроение / транспорт**

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин

Doronin_DA@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Кирилл Горячих

Goryachih_KA@mmbank.ru

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

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

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