Банк Москвы

Стратегия

Российский рынок акций

6 мая 2011 г.

Чуда не случилось

- Импульс, который мировая экономика получила за счет программы QE2, начинает ослабевать, в то время как инфляционное давление, напротив, нарастает. Именно эти обстоятельства являются, на наш взгляд, ключевыми фундаментальными причинами наблюдаемой сейчас коррекции на фондовых и товарных рынках.
- Начавшаяся коррекция не является переломом тренда в отношении доллара и сырья. После того, как рынки выпустят пар, тенденция к ослаблению доллара и росту цен на сырье возобновится. Смена тренда может произойти лишь после того, как ФРС перейдет к повышению ставок, но это перспективы следующего года.
- Фондовые рынки в этом году могут повторить прошлогодний сценарий – коррекция, пауза на 2-3 месяца и возобновление роста.
- Коррекция на российском рынке акций фактически уже состоялась. Не исключено, что в мае мы увидим акции ещё ниже, но потенциал роста во многих бумагах сейчас превышает потенциал падения. Мы обращаем особое внимание на металлургию и электроэнергетику, где снижение котировок отдельных эмитентов от максимальных значений этого года превысило 30 %.
- Одним из ключевых событий мая для российского фондового рынка обещает стать очередной квартальный пересмотр индексов MSCI, на включение в которые на этот раз претендентов достаточно много. В первую очередь, это дебютировавшие на российском рынке в последние месяцы «префы» Мечела и РДР UC RUSAL, а также акции Холдинга МРСК. Другим важным событием предстоящего месяца обещает стать фактическое начало сезона отчетности российских компаний за 1-й квартал 2011 года.
- По сравнению с прошлой стратегией мы внесли в список наших top-picks два изменения: бумаги МТС и Синергии мы предлагаем заместить акциями UC RUSAL и Холдинга МРСК. Наш текущий топ-лист выглядит следующим образом: Русгидро, Холдинг МРСК, ОГК-4, ОГК-5, UC RUSAL, ММК, Распадская, Мечел, Vimpelcom Ltd, X5,. Таким образом, основной упор при формировании инвестиционных портфелей мы предлагаем сделать на наиболее сильно пострадавших в ходе коррекции металлургии и электроэнергетике.
- Мы повысили среднесрочные прогнозы по ценам на нефть. Среднегодовую цену нефти Urals в этом году мы видим на уровне $ 107.5 за баррель, курс евро / доллар – 1.45, доллар / рубль – 27.9. В 2012/13 гг мы ждем возвращения цен на нефть к более справедливому уровню, определяемому маржинальными издержками нефтедобычи. Рост ВВП в ближайшие 3 года мы оцениваем на уровне около 4 %. Рубль не имеет значительного потенциала для укрепления, но и его существенного снижения при прогнозируемых ценах на нефть не предвидится.

Содержание

Стратегия – апрель 2011 3
Чуда не случилось
Экономика 6
На новой траектории роста
Рынок акций 13
Обвал emerging markets
Нефть и газ 20
На перепутье
Металлургия 24
Для паники нет оснований
Электроэнергетика 27
Перспективы есть, стоит подождать
Телекоммуникации 31
Внимание к VimpelCom Ltd.
Акции прочих секторов 34
Идей немного
Контактная информация 37

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Стратегия – апрель 2011

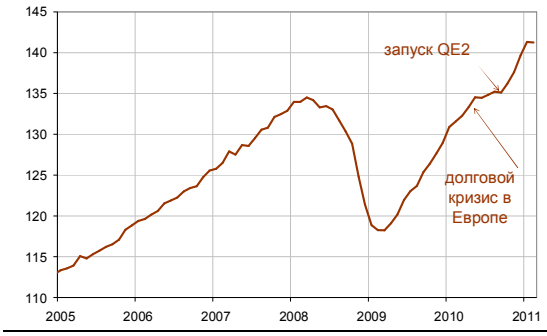
Чуда не случилось

Экономическая теория утверждает, что деньги нейтральны в долгосрочной перспективе (т.е. не влияют на объем потенциального выпуска, который определяется преимущественно развитием технологий и динамикой трудовых ресурсов), но могут служить стимулом в краткосрочном плане. История с QE2, похоже, подтвердит справедливость этого тезиса.

Действительно, новая стимулирующая программа ФРС, запущенная осенью прошлого года, привело к резкому оживлению в экономике США и в мире. Реакция финансовых рынков и реального сектора на новые стимулы оказалась весьма бурной, и в какой-то момент показалось, что пессимистичные настроения, охватившие бизнес и потребителей с начала кризиса, отступают, что фактически может означать начало самоподдерживающегося (без стимулов) экономического роста.

Мировая экономика – импульс, вызванный QE2, начинает затухать

Мировой индекс промышленного производства



Мировой индекс международной торговли



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Однако сейчас становится всё более очевидным, что чуда не произошло – как и предсказывает теория, стимулы оказали лишь краткосрочное влияние на экономическую ситуацию, и ещё до завершения программы QE2 стали появляться признаки охлаждения. О чем идёт речь? В первую очередь, мы бы обратили внимание на тревожные сигналы с американского рынка труда. В апреле наблюдался резкий рост числа обращений за пособиями по безработице (столь резкого роста не было с момента острой фазы кризиса), при этом норма безработицы увеличилась с 8.8 до 9 %. Об однозначном ухудшении мировой конъюнктуры свидетельствует и динамика индексов PMI, рассчитываемых на основании опросов промышленных и сервисных предприятий (подробнее см. наш daily от 6.05).

Экономика США, рынок труда – тревожные сигналы

Количество обращений за пособиями по безработице, тыс. в неделю



Норма безработицы, %



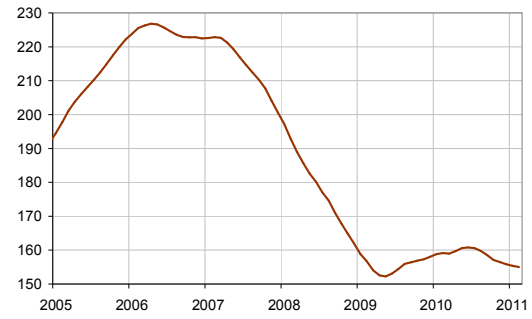
Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Стимулирующие программы не оказали практически никакого влияния на сектор недвижимости, который по-прежнему остается на дне. Ситуация в строительном секторе – это наглядная иллюстрация того факта, что желание инвестировать может быть простимулировано низкими процентными ставками лишь в незначительной степени, а главным побуждающим мотивом для инвесторов является общая оценка перспектив конкретного сектора и экономики в целом. В истории мы неоднократно встречали примеры инвестиционного бума, наблюдавшегося при

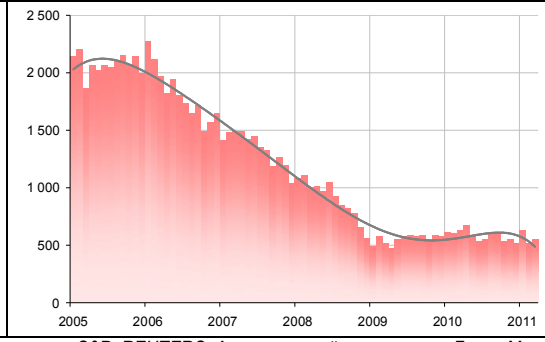
высоких процентных ставках (например, интернет-бум в конце 90-х) и инвестиционного спада при крайне низких ставках (потерянное десятилетие в Японии). Для того чтобы поставить экономику на траекторию устойчивого самоподдерживающегося роста необходимо переломить осторожные настроения бизнеса и населения, вернув ему если не состояние эйфории, то хотя бы чувство уверенности в завтрашнем дне. Что для этого нужно в нынешней ситуации, непонятно. Но очевидно, что кредитно-денежная политика имеет на эти процессы крайне ограниченное влияние.

Экономика США, сектор недвижимости – улучшения не произошло

Цены на недвижимость (S&P Case/Shiller 10)



Строительство жилья, тыс. домов в годовом выражении



Источники: S&P, REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

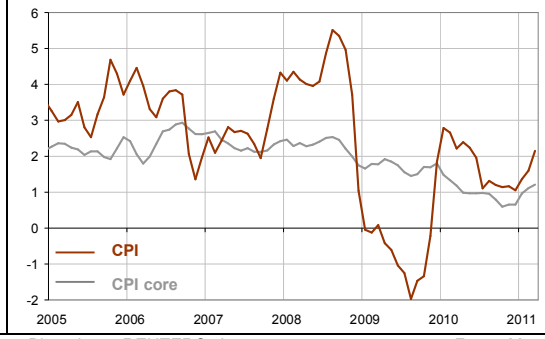
До завершения программы QE2 ещё рано делать выводы о её результатах. Пока складывается впечатление, что монетарные стимулы не смогли запустить самоподдерживающийся рост, но то, что запустили инфляцию и надули пузыри на финансовых рынках – это несомненно. Долгосрочные инфляционные ожидания в долларовой зоне уже превышают докризисный уровень (см. график), но при этом ФРС игнорирует данное обстоятельство, апеллируя к базовой инфляции. Да, она низкая (сейчас – чуть выше 1 %), но ведь реальная покупательная способность населения определяется не базовой инфляцией, а общей инфляцией, которая начинает приближаться к докризисным значениям. Похоже, что ситуация с инфляцией в глобальном масштабе – это один из факторов, не позволяющих бизнесу и потребителям смотреть в будущее с оптимизмом.

Инфляционные ожидания и текущие показатели инфляции в США

Инфляционные ожидания (UST10-TIPS10)



Инфляция в США



Источники: Bloomberg, REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Нынешняя ситуация в мировой экономике напоминает нам прошлый год. Тогда европейский долговой кризис, пик которого пришелся на апрель-май, вызвал паузу в процессе посткризисного восстановления, и новая волна ускорения началась лишь с запуском QE2. Сейчас основным фактором охлаждения мировой экономической конъюнктуры, по-видимому, стала Япония. Не способствуют росту оптимизма и другие факторы – ситуация на Ближнем Востоке, увеличение рисков глобальной инфляции, начавшееся ужесточение денежной политики со стороны ЕЦБ и продолжающееся ужесточение в Китае. При этом долговые проблемы европейских стран также никуда не исчезли.

По аналогии с прошлым годом сейчас мировой экономике не помешала бы новая порция стимулов. Однако общий тренд направлен в настоящий момент, скорее, в противоположную сторону. В США

впервые после кризиса всерьёз заговорили о сокращении бюджетного дефицита. Наблюдаемая динамика бюджетных показателей (см. графики ниже) выглядит удручающей – восстановление доходов в последние месяцы остановилось, при этом расходы демонстрируют тенденцию к росту. Ситуация с бюджетом, по-видимому, исключает возможность стимулов за счет сокращения налогов или повышения расходов. Так что США в нынешней ситуации остается лишь рассчитывать на монетарные стимулы. Их способность влиять на потребительские расходы и инвестиции, ограничена, но надуванию пузырей на финансовых рынках они ещё могут поспособствовать.

Бюджет США (накопленным итогом за 12 месяцев) – возможностей для бюджетных стимулов нет



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Скорее всего, ФРС США продолжит сохранять предельно-мягкие кредитно-денежные условия сколь можно долго (пока показатели базовой инфляции не превысят 2-2.5 %). QE2 завершится в июне, но ФРС будет поддерживать баланс, реинвестируя доходы от купонных платежей и погашений казначейских обязательств. Это будет означать сохранение благоприятной ситуации с ликвидностью на мировых рынках.

Наблюдаемая сейчас коррекция, на наш взгляд, не является переломом тренда в отношении доллара и сырьевых активов. После того, как рынки выпустят пар, тенденция к ослаблению доллара и росту цен на сырье возобновится. Смена тренда может произойти лишь после того, как ФРС перейдет к повышению ставок. Мы полагаем, что это перспективы следующего года.

Экономика

На новой траектории роста

Кирилл Тремасов.
Tremasov_KV@mmbank.ru

Мы повысили прогнозы по ценам на нефть на 2011/13 гг., но снизили прогнозы по ВВП. В ближайшие годы российская экономика будет двигаться со средней скоростью около 4 % в год. Уход с этой траектории вверх возможен за счет активизации инвестиций частного сектора, однако объективных предпосылок для такого сценария не видно.

Рубль не имеет значительного потенциала для укрепления, но и его снижения при прогнозируемых ценах на нефть не предвидится.

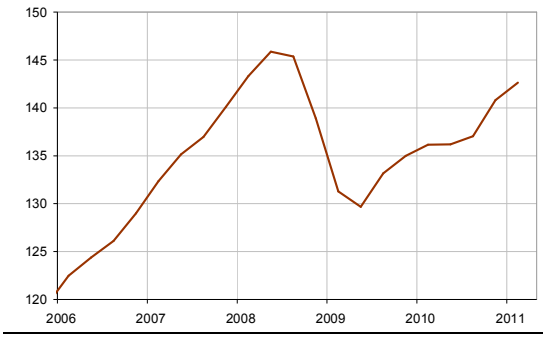
Последние тенденции

Статистика за 1-й квартал очень противоречива и вызывает больше вопросов, чем дает ответов. Так, согласно оценкам МЭР, сезонно-сглаженный индекс ВВП вырос в январе-марте на 1.3 % к предыдущему кварталу (4.5 % год к году), но столь существенный рост (5.3 % в пересчете на год) категорично не согласуется с динамикой базовых отраслей: промышленность выросла на 1.2 % (с устранением сезонности), розничная торговля – на 0.5 %, строительный сектор снизился на 4.8 %. Непонятным моментом является также расхождение динамики потребительского спроса (рост) с реальными доходами населения (снижение).

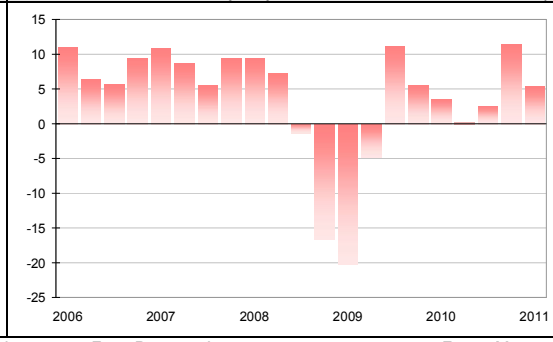
Отметим, что существенные нестыковки статистических данных, по нашим наблюдениям, появились во второй половине прошлого года. 4 %-ный рост ВВП в 2010 году, о котором в апреле рапортовал Росстат, никак не получался, исходя из ранее выходившей статистики.

Динамика ВВП

Сезонно-сглаженный индекс ВВП (100 – 1 кв. 2003 г.)



Годовые темпы роста реального ВВП (%, квартал к кварталу с устранением сезонности)



Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

Оценка динамики ВВП и в прошлом году, и в начале нынешнего года кажется нам несколько завышенной, хотя эти цифры общую картину принципиально не меняют. Мы считаем, что сейчас, спустя два с половиной года после начала кризиса, можно смело утверждать, что экономика встала на траекторию роста, но это уже другая история по сравнению с тем, что было до кризиса.

Фактически мы ушли с траектории 7-8 %-ного роста, наблюдавшегося в предыдущем десятилетнем цикле, и сейчас движемся со скоростью около 4 % в год. Изменились и другие параметры движения. Прежде всего, в прошлом остался инвестиционный бум, и пока мы не видим каких-либо предпосылок для оживления инвестиционной активности частного сектора. Отток капитала приобрел устойчивый характер, что является ещё одной наглядной иллюстрацией подавленного инвестиционного спроса. Более осторожным стало и поведение потребителей, что связано с изменившейся динамикой доходов – если в докризисные годы зарплаты в среднем росли на 20-30 % в год (во многом эффект низкой базы), то сейчас этот показатель стабилизируется на уровне инфляции.

Мы считаем, что именно эта траектория будет являться базовой для российской экономики в ближайшие годы. Исходя из этого, мы представляем новую версию наших среднесрочных прогнозов.

Пересмотр макропрогнозов

В нашу новую версию среднесрочных макропрогнозов по российской экономике мы заложили более высокие цены на нефть и более низкий курс доллара по отношению к евро. Среднегодовую цену нефти Urals в 2011 г. мы видим на уровне $ 107.5 за баррель (абсолютный исторический рекорд), курс евро / доллар – 1.45. В 2012/13 гг. мы ждем возвращения цен на нефть к более справедливому уровню, определяемому маржинальными издержками нефтедобычи.

Мы пересмотрели курс рубля по отношению к доллару в сторону более существенного укрепления российской валюты, но при этом прогноз курса рубля по отношению к бивалютной корзине мы несколько снизили. Это связано с более пессимистичными оценками в отношении оттока капитала. Мы пересмотрели прогноз по притоку капитала в этом году с $ 30 до -$ 33 млрд, в то же время прогноз по счету текущих операций повышен с $ 55 до $ 96 млрд.

Прогноз ВВП на текущий год остался без изменений на уровне 4.1 %, однако мы снизили прогнозы по ВВП на 2012/13 гг., что обусловлено более низкими оценками инвестиционной активности и потребительского спроса в этот период.

Прогноз по инфляции остался без изменений. Мы по-прежнему полагаем, что инфляция в этом году превысит 10 %, но в следующем году тренд развернется вниз.

Федеральный бюджет даже при новых более высоких прогнозах на нефть остается дефицитным. Однако размер дефицита в пределах 1-2 % ВВП, который мы ожидаем в 2011-13 гг., не представляет угрозы для макроэкономической стабильности и легко может быть профинансирован за счет заимствований на внутреннем рынке.

		2010	1 кв 2011	2011	2012	2013
Нефть (Urals), $ / баррель	Новый	78.2	106.5*	107.5	102.5	97.5
	Прежний			82.5	85.0	87.5
Евро / доллар (среднегодовой)	Новый	1.33	1.39*	1.45	1.43	1.40
	Прежний			1.35	1.38	1.40
Доллар / рубль (среднегодовой)	Новый	30.4	28.9*	27.9	27.6	27.3
	Прежний			29.0	27.8	26.9
Бивалютная корзина (среднегодовой)	Новый	34.8	33.9*	33.6	32.9	32.3
	Прежний			33.5	32.5	31.7
ВВП, % год к году	Новый	4.0	4.5	4.1	3.9	4.2
	Прежний			4.1	4.5	6.0
ВВП, млрд рублей	Новый	44 939	11 541	53 900	62 700	71 750
	Прежний			51 400	59 400	69 400
Инфляция, % декабрь к декабрю	Новый	8.8	9.6**	10.5	9.0	8.5
	Прежний			10.5	9.0	8.5
Промышленность, % год к году	Новый	8.2	5.9	4.4	3.7	3.8
	Прежний			4.4	3.7	3.8
Розничная торговля, % год к году	Новый	6.3	4.7	5.0	6.5	7.0
	Прежний			5.0	8.0	10.0
Инвестиции, % год к году	Новый	6.0	-1.5	6.0	8.5	12.0
	Прежний			6.0	8.5	12.0
Строительный сектор, % год к году	Новый	-0.6	1.6	5.5	7.5	10.0
	Прежний			5.5	7.5	12.0
Экспорт, $ млрд	Новый	400	113	502	516	526
	Прежний			420	455	505
Импорт, $ млрд	Новый	249	64	318	380	440
	Прежний			300	360	425
Торговый баланс, $ млрд	Новый	151	48	184	136	86
	Прежний			120	95	80
Счет текущих операций, $ млрд	Новый	71	32	96	63	38
	Прежний			55	40	30
Чистый приток капитала, $ млрд	Новый	-35	-21	-33	-10	25
	Прежний			30	52	80
Профицит федерального бюджета, % ВВП	Новый	-4.0	1.1	-0.7	-1.0	-1.7
	Прежний			-2.6	-2.4	-2.3

* - январь-апрель 2011, ** - апрель 2011 к апрелю 2010

Источники: Росстат, Банк России, REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-апр.11	2011 П	2012 П	2013 П
РЫНОК НЕФТИ (Urals, $/баррель)									
среднегодовой	60.9	69.4	93.8	60.8	78.2	106.5	107.5	102.5	97.5
на конец года	55.1	91.6	34.8	77.2	91.7	123.0	105.0	100.0	95.0
среднегодовой (рублей за баррель)	1 654	1 774	2 334	1 933	2 376	3 074	3 002	2 832	2 665
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, $/унция									
среднегодовой	605	698	872	974	1 226	1 412	1 500	1 400	1 400
на конец года	637	839	882	1 097	1 421	1 564	1 450	1 400	1 400
Никель, $/тонна									
среднегодовой	24 160	35 838	21 253	14 757	21 887	26 797	23 500	24 000	24 500
на конец года	34 025	27 200	11 700	18 525	24 750	26 850	23 750	24 250	24 750
Медь, $/тонна									
среднегодовой	6 736	7 009	6 879	5 193	7 560	9 609	8 250	8 500	8 750
на конец года	6 308	6 755	3 070	7 375	9 600	9 320	8 300	8 600	8 750
Алюминий, $/тонна									
среднегодовой	2 595	2 661	2 620	1 705	2 200	2 571	2 500	2 600	2 675
на конец года	2 803	2 410	1 540	2 230	2 480	2 768	2 550	2 650	2 700
Цинк, $/тонна									
среднегодовой	3 250	3 234	1 902	1 688	2 185	2 410	2 550	2 650	2 750
на конец года	4 230	2 430	1 208	2 560	2 454	2 247	2 600	2 700	2 800
Угольный концентрат, $/тонна									
среднегодовой	56	73	171	60	135	177	160	168	175
на конец года	64	90	68	88	155	204	165	170	178
Сталь (LME), $/тонна									
среднегодовой				361	488	560	520	580	615
на конец года			380	410	547	559	550	600	625
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.39	1.45	1.43	1.40
на конец года	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.48	1.45	1.43	1.40
Доллар/рубль									
среднегодовой	27.14	25.55	24.87	31.77	30.38	28.86	27.93	27.63	27.34
на конец года	26.33	24.55	29.38	30.24	30.48	27.50	27.44	27.28	27.12
Евро/рубль									
среднегодовой	34.11	35.03	36.45	44.20	40.22	40.14	40.50	39.37	38.27
на конец года	34.70	35.93	41.44	43.39	40.33	40.81	39.79	38.88	37.97
Бивалютная корзина ($–0.55; €–0.45)									
среднегодовой	30.28	29.82	30.08	37.36	34.80	33.94	33.59	32.91	32.26
на конец года	30.10	29.67	34.81	36.16	34.91	33.49	33.00	32.50	32.00
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	0.30	0.30	0.70	2.25
на конец года	5.36	4.70	1.42	0.25	0.30	0.27	0.30	1.15	3.00
Ставки Банка России									
ставка рефинансирования	11.00	10.00	13.00	8.75	7.75	8.25	8.25	8.00	7.50
ставка по однодневным депозитам	2.25	2.75	6.75	3.50	2.75	3.25	3.25	2.75	2.25
мин. ставка прямого РЕПО	6.0	6.0	9.00	6.00	5.00	5.50	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	3.29	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	4.67	4.75	5.00	5.00
спрэд к UST-10, б. п.	95	150	775	156	151	138	125	100	100
Портфель ОФЗ									
среднегодовой	6.80	6.59	7.47	10.11	7.48	7.45	7.35	7.50	7.50
на конец года	6.57	6.53	9.11	8.64	7.43	7.36	7.35	7.50	7.50
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	1 922	2 291	632	1 445	1 773	2 033	2 050	-	-
% год к году	70.7	19.2	-72.4	128.6	22.7	14.7	15.7	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-мар.11	2011 П	2012 П	2013 П
ВВП									
реальный, % год к году	8.2	8.5	5.2	-7.8	4.0	4.5	4.1	3.9	4.2
индекс-дефлятор, % год к году	15.2	13.8	18.0	1.9	11.4	-	15.9	12.4	10.2
номинальный, млрд руб.	26 917	33 248	41 277	38 786	44 939	11 541	53 927	62 717	71 748
% год к году	24.6	23.5	24.2	-6.0	15.9	20.6	20.0	16.3	14.4
номинальный, $ млрд	992	1 301	1 659	1 221	1 479	396	1 931	2 270	2 625
% год к году	30.0	31.2	27.5	-26.4	21.2	23.5	30.5	17.6	15.6
на душу населения, $ тыс.	7.0	9.2	11.7	8.6	10.4	2.8	13.6	16.0	18.5
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	6.3	6.8	0.6	-9.3	8.2	5.9	4.4	3.7	3.8
обрабатывающая промышленность	8.4	10.5	0.5	-15.2	11.8	10.6	6.0	4.8	5.0
добыча полезных ископаемых	2.8	3.3	0.4	-0.6	3.6	3.3	2.1	2.0	2.1
производство электроэнергии, воды и газа	3.4	-0.6	0.6	-3.9	4.1	-1.0	2.5	2.2	2.0
Добыча нефти									
% год к году	2.2	2.3	-0.7	1.3	2.2	1.2	0.1	0.1	-0.4
млн т	480	491	488	494	505	125	506	507	505
млн баррелей в сутки	9.65	9.87	9.78	9.93	10.15	10.21	10.16	10.14	10.13
Добыча газа									
% год к году	2.4	-0.5	1.8	-12.4	11.7	-1.5	1.4	0.2	1.3
млрд куб. м	656	653	665	582	650	183	659	661	669
млн б. н. э. в сутки	10.58	10.53	10.69	9.39	10.49	11.95	10.63	10.62	10.79
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	14.1	16.1	13.5	-4.9	6.3	4.7	5.0	6.5	7.0
млрд руб.	8 712	10 869	13 921	14 603	16 469	4 164	18 708	21 748	25 174
% год к году	23.7	24.8	28.1	4.9	12.8	14.8	13.6	16.3	15.8
% к ВВП	32.4	32.7	33.7	37.6	36.6	36.1	34.7	34.7	35.1
Инвестиции в основной капитал									
индекс физического объема, % год к году	16.7	22.7	9.9	-16.2	6.0	-1.5	6.0	8.5	12.0
млрд руб.	4 730	6 716	8 782	7 930	9 151	1 343	11 096	13 648	17 026
% год к году	31.0	42.0	30.8	-9.7	15.4	8.1	21.3	23.0	24.8
% к ВВП	17.6	20.2	21.3	20.4	20.4	11.6	20.6	21.8	23.7
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году в реальном выражении	18.1	18.2	12.8	-13.2	-0.6	1.6	5.5	7.5	10.0
млрд руб.	2 351	3 293	4 528	3 998	4 206	664	5 079	6 196	7 606
% год к году в ном. выражении	34.0	40.1	37.5	-11.7	5.2	12.4	20.8	22.0	22.8
% к ВВП	8.7	9.9	11.0	10.3	9.4	5.8	9.4	9.9	10.6
жилищное строительство									
введено жилья, тыс. штук квартир	609	721	768	701	714	107	720	743	792
введено жилья, млн кв. м	50.6	61.0	64.1	59.9	58.1	9.3	58.7	61.6	66.6
% год к году	16.1	20.6	4.6	-6.5	-3.0	-2.2	1.0	5.0	8.0
средний размер квартиры, кв. м	83.0	84.6	83.5	85.4	81.4	86.8	81.5	83.0	84.0
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.36	0.43	0.45	0.42	0.41	0.07	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	1 210	4 943	5 091	5 239
% год к году	2.7	2.4	0.7	-10.1	6.9	3.7	4.0	3.0	2.9

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-мар.11	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные доходы на душу населения									
рублей в месяц	10 196	12 603	14 939	16 857	18 553	16 840	20 779	24 104	27 960
% год к году	25.7	23.6	18.5	12.8	10.1	6.5	12.0	16.0	16.0
Реальные располагаемые денежные доходы населения									
% год к году	13.5	12.1	1.9	2.3	4.2	-2.9	4.0	6.3	7.3
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц		12 106	14 878	16 792	18 213	17 477	20 489	23 870	27 809
% год к году			22.9	12.9	8.5	8.7	12.5	16.5	16.5
Превышение доходов над расходами, %		3.9	0.4	0.4	1.8	-3.8	1.4	1.0	0.5
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	10 634	13 593	17 290	18 638	21 193	21 167	23 842	27 418	31 805
% год к году	24.3	27.8	27.2	7.8	13.7	10.1	12.5	15.0	16.0
среднегодовая, $ в месяц	392	532	695	587	698	726	854	992	1 164
% год к году	29.7	35.8	30.7	-15.6	18.9	10.7	22.4	16.2	17.2
Реальная заработная плата									
% год к году	13.3	17.2	11.5	-3.5	4.6	0.5	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	75.0	74.6	74.3	74.0
безработные на конец года, млн ч.	5.13	4.60	5.80	6.17	5.39	5.36	5.20	5.00	4.80
безработица на конец года, %	6.9	6.1	7.6	8.2	7.2	7.1	7.0	6.7	6.5
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн ч.	1.74	1.55	1.52	2.15	1.59	1.643	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-мар.11	2011 П	2012 П	2013 П
Денежная масса									
М2, 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
М0, 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 М2, %	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
Широкая денежная база									
млрд. рублей	4 122	5 513	5 579	6 467	8 190	7 514	9 419	10 785	12 316
% год к году	41.4	33.8	1.2	15.9	26.6	18.1	15.0	14.5	14.2
мультипликатор (М2 к ШДБ)	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	2.6	2.5	2.6	2.7
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									
М2 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-мар.11	2011 П	2012 П	2013 П
Активы	13 963	20 125	28 022	29 430	33 805	34 009	39 213	46 272	55 526
% год к году	44.0	44.1	39.2	5.0	14.9	16.1	16.0	18.0	20.0
% к ВВП	51.9	60.5	67.9	75.9	75.2	-	72.7	73.8	77.4
Собственный капитал	1 693	2 671	3 811	4 621	4 732	4 629	5 324	6 122	7 102
% год к году	36.3	57.8	42.7	21.2	2.4	0.6	12.5	15.0	16.0
% к ВВП	6.3	8.0	9.2	11.9	10.5	-	9.9	9.8	9.9
% к активам	12.1	13.3	13.6	15.7	14.0	13.6	13.6	13.2	12.8
Депозиты населения	3 810	5 159	5 907	7 485	9 818	10 018	12 273	14 911	17 893
% год к году	38.0	35.4	14.5	26.7	31.2	28.5	25.0	21.5	20.0
% к ВВП	14.2	15.5	14.3	19.3	21.8	-	22.8	23.8	24.9
% к пассивам	27.3	25.6	21.1	25.4	29.0	29.5	31.3	32.2	32.2
Кредиты населению	1 883	2 971	4 017	3 574	4 085	4 193	4 902	5 980	7 415
% год к году	78.3	57.8	35.2	-11.0	14.3	18.6	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	288	250	250	280
% к портфелю	2.7	3.2	3.7	6.8	6.9	6.9	5.1	4.2	3.8
Депозиты юридических лиц	2 147	3 520	4 945	5 467	6 036	5 994	6 971	8 087	9 542
% год к году	68.9	64.0	40.5	10.5	10.4	13.6	15.5	16.0	18.0
% к пассивам	15.4	17.5	17.6	18.6	17.9	17.6	17.8	17.5	17.2
Кредиты предприятиям	6 148	9 316	12 510	12 542	14 063	14 369	16 313	19 412	23 101
% год к году	39.8	51.5	34.3	0.3	12.1	15.7	16.0	19.0	19.0
% к активам	44.0	46.3	44.6	42.6	41.6	42.2	41.6	42.0	41.6
Просроченная задолженность	70	86	266	763	743	733	715	680	700
% к портфелю	1.1	0.9	2.1	6.1	5.3	5.1	4.4	3.5	3.0
Просроченная задолженность по кредитам	121	183	415	1 006	1 026	1 022	965	930	980
% к кредитному портфелю	1.5	1.5	2.5	6.2	5.7	5.5	4.5	3.7	3.2
Резервы на возможные потери по кредитам	403	532	899	1 821	1 904	1 919	1 785	1 721	1 764
% к кредитному портфелю	5.0	4.3	5.4	11.3	10.5	10.3	8.4	6.8	5.8
% к просроченной задолженности	333	291	217	181	186	188	185	185	180
Прибыль	372	508	409	205	573	214	943	1 025	1 070
% год к году	42	37	-19	-50	180	84	64	9	4
ROAA	3.1	3.0	1.7	0.7	1.8	2.5	2.6	2.4	2.1
ROAE	25.3	23.3	12.6	4.9	12.3	18.4	18.8	17.9	16.2

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-мар.11	2011 П	2012 П	2013 П
Доходы, млрд руб.	6 279	7 765	9 258	7 337	8 304	2 391	10 268	10 566	11 002
% год к году	22.5	23.7	19.2	-20.8	13.2	22.3	23.6	2.9	4.1
% к ВВП	23.3	23.4	22.4	18.9	18.5	20.7	19.0	16.8	15.3
нефтегазовые доходы	2 944	2 897	4 389	2 984	3 831	1 134	5 168	4 916	4 652
% год к году		-1.6	51.5	-32.0	28.4	29.2	34.9	-4.9	-5.4
% к ВВП	10.9	8.7	10.6	7.7	8.5	9.8	9.6	7.8	6.5
% к доходам	46.9	37.3	47.4	40.7	46.1	47.4	50.3	46.5	42.3
не нефтегазовые доходы	3 335	4 884	4 869	4 353	4 473	1 257	5 100	5 650	6 350
% год к году		46.4	-0.3	-10.6	2.8	16.7	14.0	10.8	12.4
% к ВВП	12.4	14.7	11.8	11.2	10.0	10.9	9.5	9.0	8.9
% к доходам	53.1	62.9	52.6	59.3	53.9	52.6	49.7	53.5	57.7
Расходы, млрд руб.	4 285	5 982	7 561	9 637	10 116	2 270	10 660	11 200	12 200
% год к году	22.0	39.6	26.4	27.5	5.0	3.2	5.4	5.1	8.9
% к ВВП	15.9	18.0	18.3	24.8	22.5	19.7	19.8	17.9	17.0
Профицит, млрд руб.	1 994	1 782	1 697	-2 300	-1 812	121	-392	-634	-1 198
% к ВВП	7.4	5.4	4.1	-5.9	-4.0	1.1	-0.7	-1.0	-1.7
Резервный фонд *									
млрд руб.			4 028	1 831	775	749	727	719	711
$ млрд			137	61	25	26	26	26	26
% к ВВП			9.8	4.7	1.7	1.4	1.4	1.2	1.0
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.			2 584	2 769	2 696	2 610	2 500	2 560	2 621
$ млрд			88	92	88	92	91	94	97
% к ВВП			6.3	7.1	6.0	4.8	4.6	4.1	3.7

* - до 2008 г. – Стабилизационный фонд

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, $ млрд	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-мар.11	2011 П	2012 П	2013 П
Счет текущих операций	94	78	104	49	71	32	96	63	38
% год к году	12	-18	33	-53	46	-4	35	-34	-40
% к ВВП	9.5	6.0	6.2	4.0	4.8	8.0	5.0	2.8	1.4
Экспорт товаров	304	354	472	303	400	113	502	516	526
% год к году	25	17	33	-36	32	22	25	3	2
% к ВВП	30.6	27.2	28.4	24.8	27.0	28.5	26.0	22.7	20.0
экспорт углеводородов	191	219	310	191	254	77	337	326	306
% год к году	28	15	42	-39	33	24	33	-3	-6
% к ВВП	19.2	16.8	18.7	15.6	17.2	19.4	17.5	14.4	11.7
% к общему объему экспорта	63	62	66	63	63	68	67	63	58
экспорт за исключением нефти и газа	113	136	161	113	146	36	165	190	220
% год к году	19	20	19	-30	30	18	13	15	16
% к ВВП	11.4	10.4	9.7	9.2	9.9	9.0	8.5	8.4	8.4
% к общему объему экспорта	37	38	34	37	37	32	33	37	42
Импорт товаров	164	223	292	192	249	64	318	380	440
% год к году	31	36	31	-34	30	41	28	19	16
% к ВВП	16.6	17.2	17.6	15.7	16.8	16.3	16.5	16.7	16.8
Торговое сальдо	139	131	180	112	151	48	184	136	86
% год к году	18	-6	37	-38	36	4	22	-26	-37
% к ВВП	14.0	10.1	10.8	9.1	10.2	12.2	9.5	6.0	3.3
Прямые иностранные инвестиции	30	55	75	37	41	12	48	62	83
% к ВВП	3.0	4.2	4.5	3.0	2.8	2.9	2.5	2.7	3.2
Банки	3	7	10	6	5		8	12	18
% к ВВП	0.3	0.6	0.6	0.5	0.4		0.4	0.5	0.7
Прочие сектора	27	48	65	30	36	12	40	50	65
% к ВВП	2.7	3.7	3.9	2.5	2.4	2.9	2.1	2.2	2.5
Чистый отток капитала	41	82	-134	-56	-35	-21	-33	-10	25
% к ВВП	4.2	6.3	-8.1	-4.6	-2.4	-5.4	-1.7	-0.4	1.0
Банки	28	46	-57	-30	16	-8	0	5	15
% к ВВП	2.8	3.5	-3.4	-2.5	1.1	-1.9	0.0	0.2	0.6
Прочие сектора	14	36	-77	-26	-51	-14	-33	-15	10
% к ВВП	1.4	2.8	-4.6	-2.1	-3.5	-3.5	-1.7	-0.7	0.4

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

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

Рынок акций

Обвал emerging markets

Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

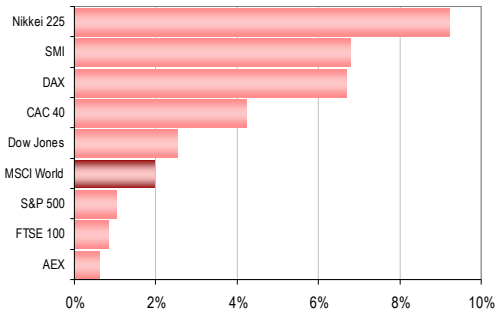
За последний месяц российские акции продемонстрировали настоящий обвал, не обошедший стороной ни один крупный сегмент российского фондового рынка. Снижение российских акций было особенно примечательно тем, что оно происходило на фоне крайне благоприятной конъюнктуры товарных рынков и дальнейшего роста мировых фондовых площадок.

Фактически с начала года в таких секторах российского фондового рынка, как электроэнергетика, металлургия, потребительский сектор и финансы произошла масштабная коррекция, снизившая стоимость многих бумаг на 20-30 %. Мы воспринимаем состоявшуюся коррекцию в указанных секторах как очень неплохую возможность для покупки, которая на российском рынке обычно появляется не чаще раза в год.

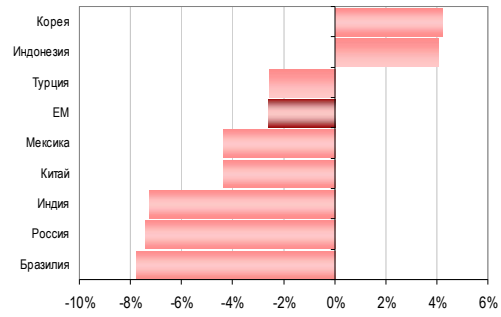
Мировые рынки

Наметившееся в начале года охлаждение инвесторов к развивающимся рынкам с началом нового квартала проявилось с новой силой. Если фондовые индексы развитых стран, приободренные решением ФРС продолжить QE2 и реинвестировать купонный доход облигационного портфеля, продолжили ралли и обновили свои посткризисные максимумы, то динамика фондовых рынков развивающихся стран, многие из которых уже активно проводят сдерживающую денежно-кредитную политику, была неутешительной. По итогам последнего месяца индексы MSCI стран БРИК потеряли в среднем более 6 %, а индекс MSCI EM – упал на 2.4 %.

Динамика за апрель*: фондовые индексы развитых стран (в USD)



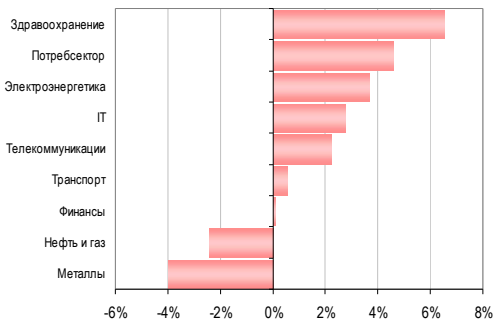
Динамика за апрель*: страновые индексы MSCI: развивающиеся рынки



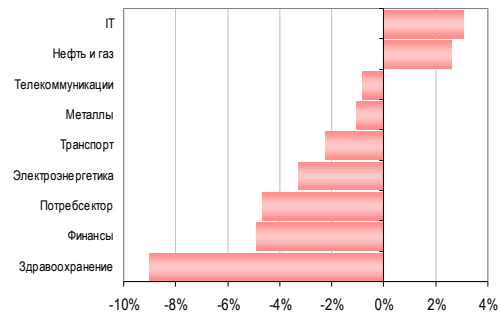
* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 7 апреля

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика за апрель*: отраслевые индексы MSCI – развитые рынки



Динамика за апрель*: отраслевые индексы MSCI – развивающиеся рынки



* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 7 апреля

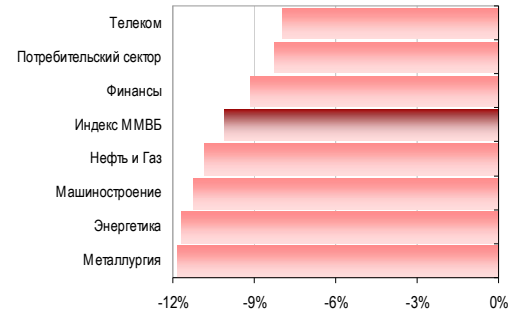
Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Столь разительное отличие нельзя объяснить только лишь отраслевой структурой развивающихся площадок.. Динамика котировок в рамках одних и тех же отраслей на развитых и развивающихся площадках отличалась достаточно кардинально. По всей видимости, причины глобального охлаждения инвесторов к emerging markets все те же, что и в начале года: темпы экономического роста во многих развитых странах выглядят совсем не хуже темпов роста развивающихся стран, а инфляционные и, как показали события на Ближнем Востоке, политические риски в развитых странах существенно ниже.

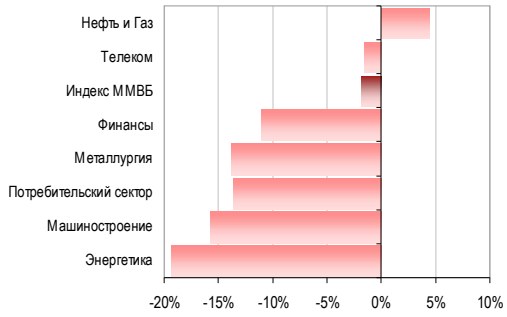
Российский рынок

Российские акции оказались в эпицентре снижения на развивающихся рынках. По итогам последнего месяца индекс ММВБ потерял около 10 % (в долларовом выражении – около 7 %). При этом в отличие от первого квартала, когда нефтегазовый сектор обеспечивал российскому рынку относительную стабильность, в апреле распродажи были широкомасштабными, а серьезного падения котировок не удалось избежать ни одному из крупных секторов российского рынка.

Динамика отраслевых индексов ММВБ в апреле*



Динамика отраслевых индексов ММВБ с начала года



* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 7 апреля

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

С учетом динамики за 1-й квартал фактически можно говорить о том, что в таких секторах, как электроэнергетика, потребительский сектор, металлургия и отчасти финансы с начала года произошла масштабная коррекция, по итогам которой ряд ключевых бумаг потеряли до 30 % своей стоимости.

Обычно столь серьезное снижение помимо общерыночных флуктуаций сопровождается еще целым рядом рисков и опасений, которые впоследствии могут реализоваться или не реализоваться. Однако в данном случае, за исключением электроэнергетики (где очевидным риском стал возможный частичный пересмотр принятых ранее решений по реформированию отрасли), подобных опасений достаточно мало – российская экономика чувствует себя как минимум не менее уверенно, чем это виделось в начале года, цены на металлы с начала года выросли, банки отчитываются о лучших по сравнению с ожиданиями финансовых результатах. В связи с этим, мы все-таки воспринимаем состоявшуюся коррекцию в указанных секторах как очень неплохую возможность для покупки, которая на российском рынке обычно появляется не чаще одного раза в год.

Подешевевшие акции: возможность для покупки?

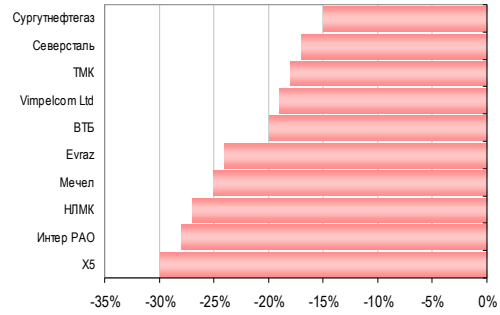
Впрочем, даже после масштабной коррекции к покупкам на рынке стоит подходить весьма избирательно. Мы считаем, что среди наиболее подешевевших бумаг есть как акции, незаслуженно попавшие под волну продаж, так и бумаги, снижение которых вызвано вполне обоснованными опасениями.

К числу первых, на наш взгляд, в большей степени относятся «голубые фишки», многие из которых подешевели с годовых максимумов на 15-25 %. В первую очередь это касается акций X5, ИнтерРАО, бумаг металлургов, банковского сектора. Среди менее ликвидных бумаг наиболее сильно пострадали акции ТГК и МРСК, что мы считаем достаточно обоснованным, ведь именно эти компании могут в наибольшей степени пострадать от изменения правил игры в электроэнергетике, о котором так много говорится в последнее время. А вот почти двукратное снижение котировок Белона на фоне роста цен на коксующийся уголь, на наш взгляд, выглядит

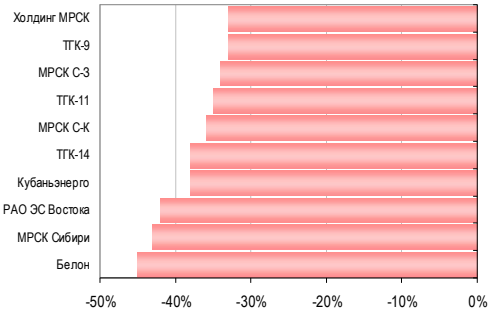
чрезмерным даже с учетом опасений, связанных возможной консолидацией компании со стороны ММК.

Наибольшее снижение с годового максимума (в USD)

Голубые фишки и ликвидный второй эшелон



Менее ликвидные бумаги



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Новые размещения: на этот раз гораздо успешнее

В апреле сразу пять крупных российских компаний и их акционеров планировали разместить свои акции и привлечь в общей сложности более $ 3 млрд. Несмотря на то, что крупнейшее запланированное IPO – размещение Евросети – не состоялось, в целом апрельские IPO, завершившиеся еще до начала широкомасштабной коррекции на рынке, стоит признать весьма успешными. Четырем эмитентам и их акционерам удалось привлечь с рынка около $ 2.2 млрд или примерно треть общего объема российских размещений в прошлом году. Итоги апрельских IPO в целом показывают, что спрос на качественные российские активы по правильной цене все-таки присутствует на рынке, однако все же подчеркивают, что новые достаточно масштабные размещения конкурируют за деньги инвесторов с уже обращающимися на рынке бумагами.

Крупнейшие IPO/SPO Российских компаний в апреле 2011 года

		Объем привлечения, $ млн		
Компания	Пакет*	Первоначальные планы	Результат	Комментарий
Русагро	17 %	330	330	Размещение прошло вблизи нижней границы объявленного диапазона
Номос-Банк	20 %	640	718	Размещение прошло вблизи верхней границы объявленного диапазона. Размещаемый пакет увеличен до 22 %.
Эталон Групп	28 %	650	575	Размещение прошло вблизи нижней границы объявленного диапазона
Мечел-п	6 %*	416-468	528	Размещение прошло успешно, продаваемый пакет увеличен
Евросеть	40 %	1 090-1 330		Размещение отложено
	Итого	2 710-2950	2 151	

В случае если конъюнктура российского рынка акций наладится, до конца года еще целый ряд российских компаний (в т.ч. Yandex и Вертолеты России – уже в мае) могут провести процедуру IPO на общую сумму не менее $ 3-5 млрд. В условиях достаточно прохладного отношения к развивающимся рынкам это вполне приличная сумма, способная стать сдерживающим фактором для роста котировок бумаг, уже обращающихся на рынке.

События мая: пересмотр индексов MSCI

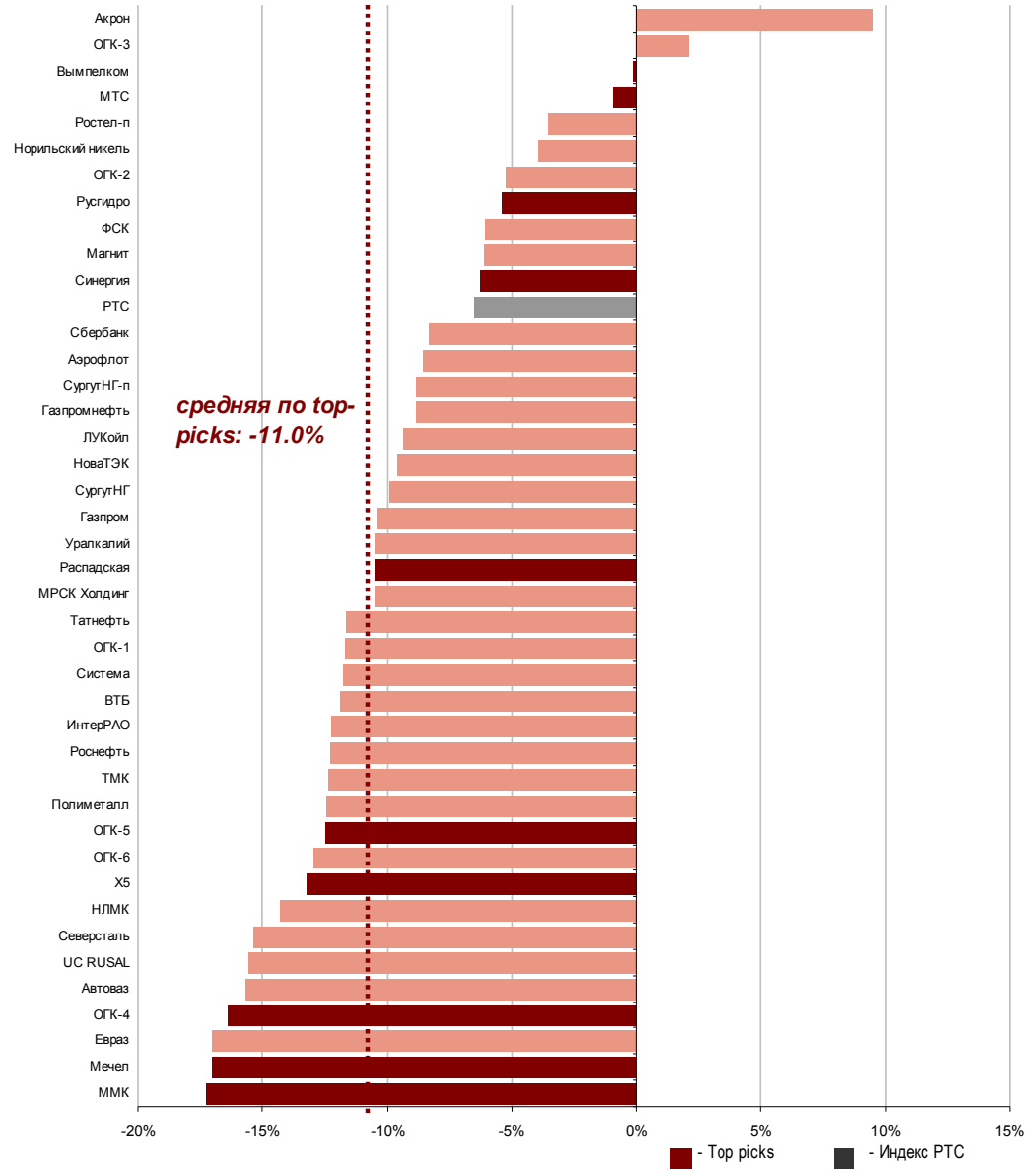
В мае нас также ждет очередной квартальный пересмотр составов индексов MSCI, который обычно в случае наличия новых добавлений/удалений в индексы оказывает значительное влияние на рынок. Одно из изменений – включение в индексы бумаг Ростелекома уже было заранее анонсировано. Из других возможных претендентов на вхождение в состав индексов мы бы выделили UC RUSAL и «префы» Мечела, для которых это событие может стать мощным катализатором роста. Традиционно включение в индексы MSCI прочат бумагам Холдинга МРСК,

однако в отличие от UC RUSAL и «префов» Мечела, которые начали торговаться в РФ лишь в последние месяцы, их MSCI мог включить в индексы и раньше, но не сделал этого, что порождает сомнения относительно возможности их включения в состав индексов сейчас.

Top Picks

Из 10 представленных нами в прошлой стратегии top picks 4 в последний месяц выглядели лучше рынка, а средняя доходность top picks оказалась ниже доходности индекса РТС почти на 3 %.

Динамика российских акций за последний месяц*, $



* - с момента выпуска нашей последней стратегии 07.04.2010 по 05.05.2011

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы вносим в наш список top picks одно изменение: вместо бумаг МТС, которые могут оказаться под давлением после дивидендной отсечки 10 мая с.г., мы возвращаем в наш список акции UC RUSAL, которые в условиях по-прежнему очень высоких цен на алюминий выглядят явно недооцененными.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

В ближайшее время мы планируем провести upgrade по сектору на фоне увеличения наших прогнозов по нефтяным ценам, а пока мы сохраняем нашу рекомендацию прошлого месяца избегать покупок нефтегазовых компаний до появления у бумаг фундаментального потенциала для роста.

Металлургия

Мы считаем, что события на рынке стали и цветных металлов, наблюдаемые в последнее время совсем не дают поводов для паники, подобной той, которая наблюдается на рынке акций российских металлургических компаний и рекомендуем использовать снижение котировок в качестве возможности для покупки. Мы считаем, что сезон отчетности российских металлургов за 1-й квартал, стартующий в мае, окажет поддержку российским акциям.

Электроэнергетика

Акции сектора остаются под давлением, что во многом связано с неопределенностью относительно перспектив изменения правил регулирования отрасли. Впрочем, не исключено, что значительная часть информации, касающейся параметров регулирования, может поступать на рынок уже в ближайшее время, что придаст силы акциям компаний сектора. Пока в качестве защитных инструментов в отрасли мы выделяем бумаги ОГК-4 и ОГК-5.

Телекоммуникации

В прошедшем месяце большинство бумаг телекоммуникационного сектора выглядели лучше рынка, продемонстрировав неплохую устойчивость к падению. Нам по-прежнему нравятся в секторе бумаги сотовых операторов. При этом в акциях Vimpelcom Ltd. мы отмечаем и краткосрочный драйвер для роста - мы считаем, что оценка Djezzy, которая, скорее всего, будет представлена в мае, окажется выше ожиданий рынка

Индекс РТС

Наш целевой уровень по индексу РТС остается неизменным на уровне 2050 пунктов, однако мы не исключаем небольшого повышения таргета после пересмотра прогнозов по бумагам нефтяного сектора. Тем не менее, наша принципиальная позиция не меняется – мы ожидаем, что в конце года значение индекса РТС будет лишь немногим выше текущих уровней.

Распределение рейтингов в рекомендациях Аналитического департамента Банка Москвы

	Покупать	Держать	Продавать
Всего рекомендаций	37	20	17
%	42	23	19

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, $	Цель на конец 2011г., $	Потенциал роста, %	Рекомендация
	Голубые фишки				
1	Интер РАО	0.0013	0.0018	44%	покупать
2	РусГидро	0.048	0.066	36%	покупать
3	Евраз Групп	32.91	42.1	28%	покупать
4	VimpelCom Ltd.	14.00	17.50	25%	покупать
5	Сбербанк	3.45	4.10	19%	покупать
7	МТС-ADR	20.7	23.80	15%	покупать
8	Лукойл	64.97	73.25	13%	держать
9	Газпром	7.49	8.08	8%	держать
10	Газпромнефть	4.67	5.03	8%	держать
11	Сургутнефтегаз	0.99	1.01	3%	держать
12	Норильский никель	254	250	-2%	продавать
13	Уралкалий	7.61	7.33	-4%	продавать
14	Роснефть	8.14	7.70	-5%	продавать
15	ФСК	0.0133	0.0122	-8%	продавать
16	Татнефть	6.05	4.72	-22%	продавать

	Компания	Текущая цена, $	Цель на конец 2011г., $	Потенциал роста, %	Рекомендация
	Второй эшелон				
1	Распадская	6.18	13.7	121%	покупать
2	МРСК СК	4.007	8.500	112%	покупать
3	МРСК СЗ	0.0053	0.0105	99%	покупать
4	МРСК Урала	0.008	0.014	79%	покупать
5	МРСК ЦП	0.0079	0.0138	74%	покупать
6	ММК	0.89	1.48	66%	покупать
7	ОГК-1	0.0322	0.0520	61%	покупать
8	X5	34.10	55.00	61%	покупать
9	ОГК-2	0.051	0.081	60%	покупать
10	МРСК Волги	0.0048	0.0075	57%	покупать
11	Холдинг МРСК	0.146	0.226	55%	покупать
12	ОГК-5	0.084	0.13	54%	покупать
13	МРСК Сибири	0.0075	0.0115	53%	покупать
14	Ленэнерго	0.790	1.200	52%	покупать
15	Мечел	25.42	38.3	51%	покупать
16	МОЭСК	0.0485	0.0712	47%	покупать
17	ОГК-4	0.083	0.121	47%	покупать
18	МРСК Юга	0.0045	0.0065	45%	покупать
19	Синергия	40.30	55.00	36%	покупать
20	Дикси	12.39	16.80	36%	покупать
21	Северсталь	16.75	22.7	36%	покупать
22	Sollers	17.699	23.700	34%	покупать
23	ОГК-3	0.05	0.063	31%	покупать
24	ВСМПО	120	157	30%	покупать
25	UC RUSAL	1.47	1.90	30%	покупать
26	Мечел-п	10.36	13.0	25%	покупать
27	Нижнекамскнефтехим	0.79	0.98	24%	покупать
28	Банк Санкт-Петербург п	4.946	6.100	23%	покупать
29	Верофарм	40.98	50.0	22%	покупать
30	Полиметалл	17.80	21.64	22%	покупать
31	Фармстандарт	25.00	30.0	20%	держать
32	М-Видео	9.207	11.000	19%	держать
33	МРСК Центра	0.040	0.047	18%	держать
34	Магнит (GDR)	26.50	31.30	18%	держать
35	Росинтер	19.523	23.000	18%	держать
36	МТС-локальные	8.98	10.10	12%	держать
37	Банк Санкт-Петербург	4.961	5.400	9%	держать
38	Полюс Золото	65.0	70.7	9%	держать
39	НЛМК	3.59	3.82	6%	держать
40	Магнит (локальные акции)	127.9	136.0	6%	держать
41	Ростелеком п.	2.98	3.16	6%	держать
42	Казаньоргсинтез	0.231	0.242	5%	держать
43	ОГК-6	0.040	0.042	4%	держать
44	КАМАЗ	2.17	2.20	1%	держать
45	Сургутнефтегаз п.	0.56	0.56	0%	держать
46	Сильвинит	982	978	0%	продавать
47	АвтоВАЗ	0.904	0.90	0%	продавать
48	Башнефть	59.00	58.5	-1%	продавать
49	Новатэк	12.33	12.00	-3%	продавать
50	Интегра	3.45	3.28	-5%	продавать
51	Вимм-Билль-Данн	34.77	33.00	-5%	продавать
52	ФСК	0.0133	0.0122	-8%	продавать
53	БК Евразия	28.8	25.0	-13%	продавать
54	C.A.T. oil	11.06	9.37	-15%	продавать
55	Акрон	45.46	35.800	-21%	продавать

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи

компания	код	отрасль	Цена $	Цель $	Потенциал	Комментарий
UC RUSAL	486 HK	металлургия	1.47	1.90	30%	При текущих ценах на алюминий бумаги РУСАЛа стоят неоправданно дешево. На наш взгл катализатором роста котировок РУСАЛа может стать отчетность компании за 1-й квартал 2011 года, публикация которой ожидается 12 мая.
Русгидро	HYDR	электроэнергетика	0.048	0.066	36%	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	25.42	38.30	51%	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	34.10	55.00	61%	Мы продолжаем считать, что резкая коррекция GDR X5 с начала года, не несет в себе достаточных фундаментальных причин. М\ы рекомендуем воспользоваться текущей слабостью в котировках и покупать акции компании.
Vimpelcom Ltd.	VIP US	телекоммуникации	14.00	17.50	25%	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 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	0.083	0.121	47%	Основные доходы ОГК-4 формируются от продажи электроэнергии (более 70% выручки), ч защищает компанию от изменений правил работы на рынке мощности.
ММК	MAGN	металлургия	0.89	1.48	66%	Российский внутренний рынок стали последние месяцы растет с темпами роста более 10% год, дефицит продуктов с высокой добавленной стоимостью ощущается особенно остро. М имеет наибольшую среди российских металлургов долю внутренних поставок и более други выигрывает от этой ситуации.
Распадская	RASP	угольная промышленность	6.18	13.7	121%	В феврале компания представила среднесрочную стратегию развития до 2015 года, предусматривающую полное восстановление добычи от прошлогодней аварии в 2011-2012 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.
Холдинг МРСК	MRKH	электроэнергетика	0.15	0.23	55%	С начала года акции компании упали практически на 30 %, показав одно из наибольших падений среди компаний сектора. Снижение стоимости сетевой компании связано с планам правительства ограничить рост тарифов. Относительно начала года капитализация Холдин сократилась практически на 60 млрд руб., что более чем в 2 раза превышает эффект от сокращения тарифов, названный правительством в начале 2011 г. Кроме того, в преддверии майского пересмотра индекса MSCI акции Холдинга МРСК могут вновь оказаться в центре внимания инвесторов.
ОГК-5	OGKE	электроэнергетика	0.084	0.130	54%	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.

Нефть и газ

Денис Борисов
Borisov_DV@ mmbank.ru

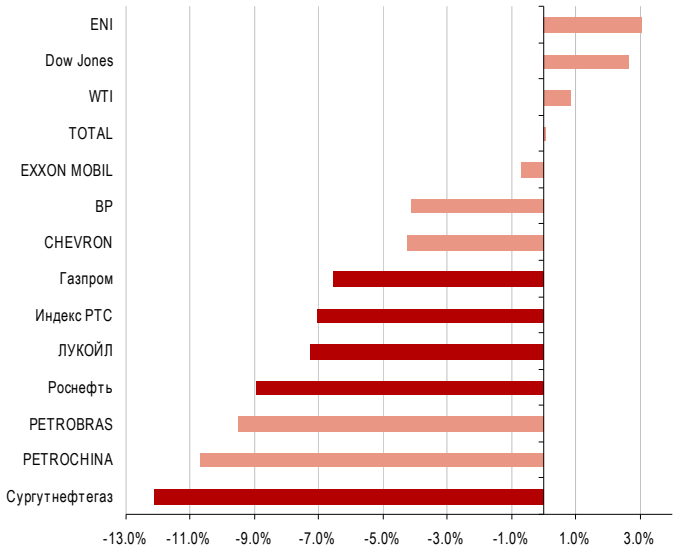
На перепутье

Окончание мощного ралли в нефтяных котировках (с начала года стоимость Brent выросла примерно на 30 %) оказало отрезвляющее воздействие на инвесторов, и при внимательном рассмотрении оказалось, что иных идей, кроме взлета цен на черное золото, в акциях российских нефтегазовых компаний не наблюдается. Ожидаемая рынком налоговая реформа нефтяного сектора, видимо, в очередной раз откладывается, действующие налоговые льготы по основным восточносибирским месторождениям были отменены, ФАС начал очередные расследования в отношении ценообразования на внутреннем рынке нефтепродуктов, курс рубля после некоторых раздумий начал укрепляться, увеличивая издержки компаний, – все эти факторы послужили катализатором к началу фиксации прибыли инвесторами, и долгожданная коррекция в секторе началась. В ближайшее время мы планируем провести upgrade по сектору на фоне увеличения наших прогнозов по нефтяным ценам, а пока мы сохраняем нашу рекомендацию прошлого месяца избегать покупок нефтегазовых компаний до появления у бумаг фундаментального потенциала для роста.

Основные тенденции

Эйфория, охватившая с начала года котировки акций большинства российских нефтегазовых компаний после стремительного роста нефтяных цен, подошла к концу, и на рынок (на фоне стабилизации сырьевых цен и отсутствия новых ярких инвестиционных идей) пришли продавцы. В результате за последний месяц большинство российских нефтегазовых компаний потеряли от 5 до 11 % стоимости.

Динамика нефти, индексов и акций нефтегазовых компаний за последний месяц



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Одной из причин начала массовых распродаж, по нашему мнению, явилась фундаментальная переоцененность подавляющего большинства нефтегазовых бумаг на момент начала коррекции, а катализатором снижения могло стать общее повышение нервозности на мировых рынках и отсутствие подвижек в вопросе налогового реформирования нефтяной отрасли. Приостановка нефтяного ралли заставила инвесторов «вспомнить» о том, что основным бенефициаром от роста сырьевых цен являются не нефтяные компании, а государство. По нашим оценкам, каждый дополнительный доллар прироста цены нефти свыше уровня $ 25 за баррель приносит самим нефтедобывающим компаниям лишь 13 центов, сбалансированным ВИНКам – порядка 30 центов (в зависимости от структуры продаж). Причем, чем выше цена на нефть, тем больший % от поступающих доходов изымается в виде экспортных пошлин: так при стоимости Brent в $ 60 за баррель величина нефтяной экспортной пошлины составляет 44.7 % от цены, при $ 120 за

баррель – 54.8 %.Как следствие позитивное влияние роста нефтяных цен на капитализацию нефтяных компаний является весьма умеренным, особенно с учетом того, что на нефтяном рынке наблюдается ярко выраженная бэквордация (дисконт долгосрочных фьючерсов к текущим котировкам Brent составляет более $ 10 за баррель).

Корпоративные истории прошедшего месяца также не доставляли радости инвесторам: в центре внимания участников рынка вновь была налоговая тема. Так, Правительство РФ с 1 мая приняло решение отменить льготную ставку экспортных пошлин на нефть, добываемую на Ванкорском, Талаканском и Верхнечонском месторождениях (основные владельцы Роснефть, Сургутнефтегаз и ТНК-ВР соответственно). По нашим оценкам, при среднегодовой цене нефти в $ 110 за баррель, отмена льгот на ванкорскую нефть уменьшит размер экономии Роснефти за оставшиеся 8 месяцев примерно на $ 2 млрд, в 2012 г. - $ 3.8 млрд (около 17 % от прогнозной EBITDA). Затраты на выплату пошлин Сургутнефтегаза и ТНК-ВР в сравнении с действующей льготной системой могут увеличиться в 2012 году на $ 1 млрд и $ 1.4 млрд соответственно (порядка 9-12 % от ожидаемого показателя EBITDA). В наших финансовых моделях по Роснефти, Сургутнефтегазу и ТНК-ВР мы не закладывали возможное продление льгот на восточносибирские месторождения, а значит отказ от дотирования разработки Ванкорского, Талаканского и Верхнечонского месторождений не окажет влияния на наш target price по компаниям. Хотя очевидно, что те инвесторы, которые рассчитывали на сохранение ванкорских льгот и на этой идеи приобретали акции Роснефти, были разочарованы.

Перебои с поставками топлива на АЗС в ряде регионов (следствие возникновения экспортной премии около $ 100 за тонну вследствие сложившейся благоприятной ценовой конъюнкты на европейском рынке) заставило Правительство РФ в конце апреля предпринять экстренные меры и увеличить размер экспортных пошлин на бензин до уровня 90 % от нефтяной ставки. На наш взгляд, мера является оправданной: повышение пошлины с $ 305 до $ 410 за тонну (при текущих ценах на нефть) нивелирует экспортную премию и окажет стабилизационное влияние на соотношения спроса и предложения на внутреннем рынке. При этом принятая мера не окажет существенного влияния на динамику нормализованных доходов российских нефтяных компаний, так как автомобильный бензин не является основным экспортным товаром отечественных ВИНКов (доля экспорта автомобильного бензина исторически находилась на уровне около 10 % от общего объема выпуска). Так, например, ЛУКОЙЛ вообще не осуществляет экспорт товарных бензинов с принадлежащих концерну российских заводов.

На фоне возникновения топливной напряженности и сохранения высоких цен на нефть чиновники еще раз задумались о целесообразности введения новой налоговой системы «60-66». По нашим оценкам, при среднегодовой цене нефти на уровне $ 110 за баррель хорошие дифференциалы между ценами на нефть и нефтепродукты делают экспорт нефтепродуктов выгоднее экспорта сырой нефти в условиях системы «60-66» даже без улучшения корзины и высокой доли мазута (более 50 %). Исходя из наших расчетов, эффективность системы «60-66» достигается при ценах на нефть ниже $ 87 за баррель, как следствие Правительство РФ вынуждено будет применять поправочные коэффициенты к формулам экспортных пошлин, что методологически является достаточно сложной задачей (исторически дифференциалы между ценами на нефть и нефтепродукты подвержены сильным колебаниям), а значит, мы полагаем маловероятным введение системы «60-66» до конца года, что будет благоприятно для компаний с высокой долей переработки (прежде всего, Башнефти).

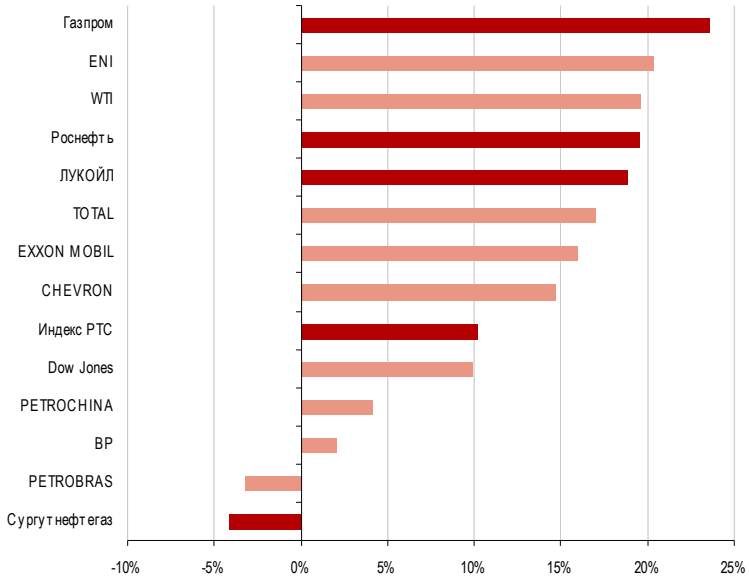
Еще один вызов, который мог оказать умеренно негативное влияние на настроение инвесторов в нефтяном секторе – это укрепление рубля: с начала года российская валюта подорожала по отношению к доллару более чем на 10 %, что приводит к падению чистого дохода нефтяников, и, кроме того, к увеличению CAPEX.

Динамика чистого дохода нефтяников, $ за баррель

		Обменный курс руб/$				
		31.0	29.0	28.0	27.0	25.0
Цена Urals , $/барр	125	25.5	25.0	24.8	24.5	23.9
	115	24.1	23.7	23.5	23.2	22.6
	105	22.8	22.4	22.1	21.9	21.3
	95	21.5	21.1	20.8	20.6	20.0
	85	20.2	19.8	19.5	19.3	18.7
	75	18.9	18.5	18.2	17.9	17.4
	65	17.6	17.1	16.9	16.6	16.0

Как бы то ни было, с начала года акции большинства компаний сектора торгуются в достаточном «плюсе», а значит пока произошедшее в течение последнего месяце на рынке можно рассматривать не как разворот тренда, а как коррекцию.

Динамика нефти, индексов и акций нефтегазовых компаний с начала года



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Особо следует остановиться на динамике акций Газпрома: с начала мая в бумагах рыночного фаворита нынешнего года начались массовые продажи, что было обусловлено целым рядом факторов как спекулятивного, так и фундаментального характеров. Во – первых, некоторые участники рынка начали фиксировать неплохую прибыль по акциям GAZP (около 30 % с начала года на момент начала массированных продаж), перекладываясь в инструменты с более существенным ожидаемым потенциалом роста. Кроме того, по рынку стали циркулировать слухи о продаже ВЭБом акций Газпрома в размере 0.6 % от уставного капитала, что привело к нарушению баланса между спросом и предложением на рынке. Из фундаментальных факторов, которые, на наш взгляд, могли изменить отношение инвесторов к акциям GAZP выделим вышедшую отчетность концерна за 4 кв. 2010 год по МСФО, которая не впечатлила (свободный денежный поток составил всего $ 1.5 млрд), очередную волну предложений по увеличению налоговой нагрузки на газовый сектор, а также скромные операционные результаты компании (добыча Газпрома за первые 4 месяца 2011 года снизилась год-к-году примерно на 2 %, даже несмотря на рост спроса со стороны европейских потребителей). Как следствие, если в ближайшее время рынок не получит подтверждения своим оптимистичным ожиданиям по увеличению производственного потенциала Газпрома на фоне последствия японской трагедии и эффективного управления уровнем CAPEX, то бумаги GAZP вновь будут находиться под давлением.

На фоне ожидаемого сохранения высокого уровня ликвидности, предполагающего наличия спекулятивной премии к справедливой стоимости нефти, в ближайшее время мы планируем пересмотреть наши среднесрочные прогнозы по ценам Brent, сохранив долгосрочные оценки практически неизменными.

Изменение прогнозов цен на нефть (сорт Brent) Аналитического департамента Банка Москвы, $ за баррель

	2011	2012	2013.	2014	2015
Старый	85	85	90	90	90
Новый	110	105	100	95	95

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

Мы, как и прошлые два месяца, не видим фундаментальных торговых идей в секторе до более масштабного снижения котировок и не рекомендуем покупать акции нефтегазовых компаний.

Основные рекомендации

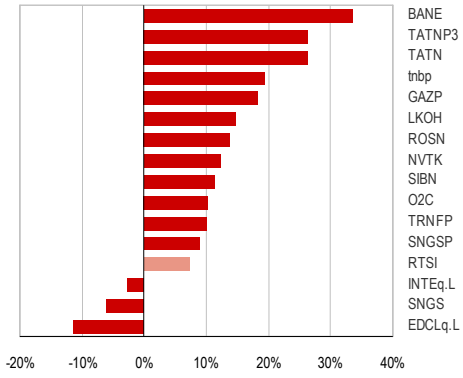
		Цена $	MCap млн. $	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Нефть и газ									
Газпром	GAZP	7.5	176 818	5.7	1.7	4.3	8.1	8%	держать
Роснефть	ROSN	8.1	86 287	10.6	1.5	6.0	7.7	-5%	продавать
Лукойл	LKOH	65	50 767	5.9	0.6	3.8	73	13%	держать
ТНК-ВР	tnbp	3.3	48 740	6.9	1.2	4.8	2.4	-27%	продавать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.99	35 344	6.7	0.5	2.4	1.01	3%	держать
НОВАТЭК	NVTK	12.3	37 383	23.9	7.5	17.1	12	-3%	продавать
Газпром нефть	SIBN	4.7	22 039	5.4	0.8	4.3	5.0	8%	держать
Татнефть	TATN	6.0	12 568	7.5	1.0	5.5	4.7	-22%	продавать
Башнефть	BANE	59	10 040	8.3	0.9	5.1	59	-1%	продавать
Привилегированные акции									
Транснефть п.	TRNFP	1 352	8 969	1.5	1.0	1.7			
Сургутнефтегаз п.	SNGSP	0.56	4 296				0.56	0%	держать
Татнефть п.	TATNP3	3.5	520				2.3	-36%	продавать
Нефтесервес									
БК Евразия	EDCLq.L	29	4 224	12.5	1.7	7.7	25	-13%	продавать
Интегра	INTEq.L	3.5	633	19.5	0.7	4.8	3.3	-5%	продавать
C.A.T. oil	O2C	11	540	18.0	1.5	6.8	9.4	-15%	продавать

Финансовые показатели компаний сектора

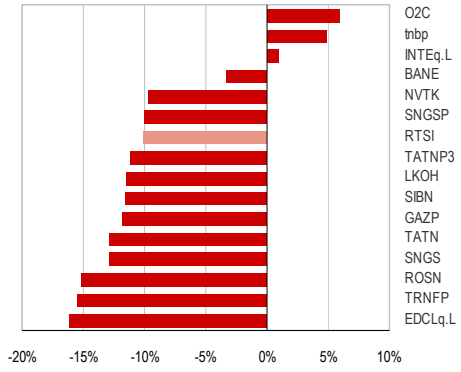
	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2010	2011	2012 П	2010	2011 О	2012 П	2010	2011 О	2012 П
Нефть и газ									
Газпром	117 167	123 355	129 896	44 200	47 812	47 221	31 550	30 939	29 694
Роснефть	63 047	67 865	69 834	19 096	16 517	12 809	10 400	8 129	5 170
Лукойл	104 956	107 530	109 169	15 687	15 658	13 103	9 006	8 622	6 544
ТНК-ВР	41 113	44 121	47 045	9 944	11 007	9 348	6 540	7 038	5 680
Сургутнефтегаз	31 509	33 636	33 422	7 212	7 173	5 826	5 354	5 289	4 182
НОВАТЭК	3 852	5 263	6 459	1 871	2 303	2 829	1 334	1 561	1 909
Газпром нефть	32 772	35 646	36 650	6 277	6 318	5 162	3 148	4 082	2 971
Татнефть	15 411	16 094	16 694	2 522	2 877	2 359	1 537	1 666	1 217
Башнефть	12 563	13 041	13 324	2 387	2 269	2 106	1 320	1 215	1 084
Привилегированные акции									
Транснефть п.	14 010	16 235	16 235	8 960	9 941	9 941	5 186	5 844	5 844
Нефтесервес									
БК Евразия	1 869	2 310	2 499	449	519	569	257	339	375
Интегра	794	1 052	1 173	95	150	167	-41	32	64
C.A.T. oil	305	339	357	69	72	83	28	30	40

Динамика акций компаний сектора

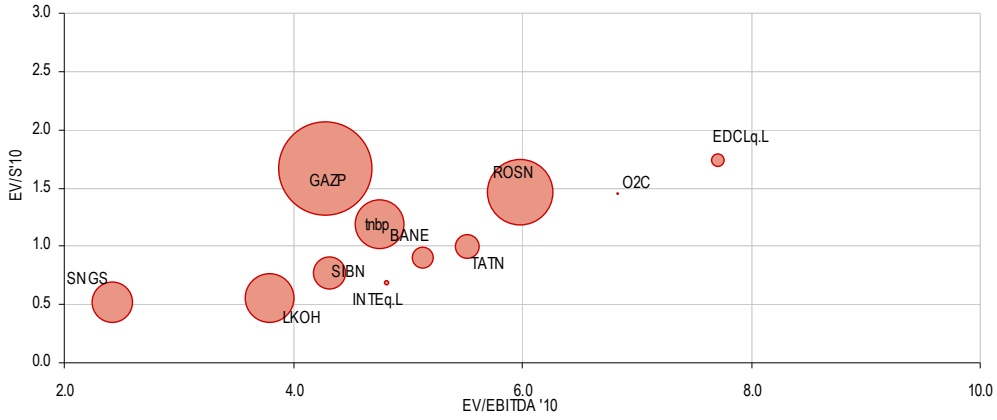
С начала года, %



За последний месяц, %



Оценка компаний сектора



Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Металлургия

Для паники нет оснований

Некоторое ослабление на рынке стали в апреле в условиях общего снижения вызвало настоящую панику в акциях российских металлургических компаний, некоторые из которых потеряли по итогам последнего месяца 15-20 %. Мы считаем, что события апреля совсем не дают поводов для паники, которая наблюдается на рынке, и рекомендуем покупать акции большинства компаний сектора, привлекательность которых должен подтвердить и «сезон отчетности» российских металлургов за 1-й квартал 2011 года, стартующий в мае.

Основные тенденции

Месяц назад мы писали о том, что последняя статистика по мировому рынку стали, ситуация в Китае и США дают нам все больше поводов для оптимизма, а наши прогнозы цен на основные металлы и, соответственно, целевой стоимости акций сектора могут быть пересмотрены в сторону повышения. Реальность не оправдала этих ожиданий: коррекция на мировом рынке стали в начале апреля углубилась, внутренние цены на металл также были скорректированы, а большинство бумаг сектора потеряли по итогам последнего месяца 10-20 % своей стоимости.

В чем причина снижения бумаг сектора?

Откровенно говоря, причин для острой паники, наблюдавшейся в акциях металлургических компаний, мы не видим. Тем не менее, можно выделить несколько причин, по которым отношение участников к бумагам сектора могло испортиться:

1. **Сдержанное отношение к российскому рынку в целом.** Металлурги обычно представляют собой наиболее волатильную часть российского рынка и первыми начинают снижение, когда отношение к рынку в целом портится. В пользу того, что причины распродаж в секторе лежат во многом за пределами отраслевых факторов, говорит и динамика индексов: индекс ММВБ-металлы упал за месяц в долларовом выражении на 8 %, в то время как глобальный MSCI Metals&Mining потерял 4 %, а индекс MSCI Metals&Mining для развивающихся рынков снизился примерно на 1 %.
2. **Спрос со стороны стран MENA – хуже ожиданий.** Мы вынуждены признать, что недооценили влияния событий на Ближнем Востоке и Северной Африке на уровень спроса на продукцию российских металлургов. Несмотря на то, что ключевые рынки сбыта для российской стали в регионах – Иран, Саудовская Аравия, ОАЭ - так и не были охвачены беспорядками, общий уровень спроса со стороны региона на фоне нестабильности у соседей в весенний период был очень слабым, что, на наш взгляд, и стало основной причиной продолжения коррекции экспортных цен на российскую сталь.
3. **Укрепление рубля.** За последний месяц курс российской валюты по отношению к доллару США вырос на 3 %, что, очевидным образом, может негативно сказаться на уровне издержек (в долларовом выражении) российских металлургов как экспортеров стали.

Обоснованы ли опасения?

Впрочем, несмотря на то, что обозначенные выше тенденции и опасения реально существуют, мы считаем их несколько преувеличенными, а большинство бумаг металлургического сектора после апрельского снижения – перепроданными. На оптимистичный лад нас настраивает, прежде всего, несколько причин:

1. Ситуация в мировой экономике остается в целом благоприятной, включая основные мировые центры потребления стали – США и Китай. Последняя статистика World steel свидетельствует о том, что мировая металлургическая отрасль работает близко к пределу своих возможностей, в то время как спрос продолжает расти.
2. Рост цен на сталь на внутреннем рынке Китая (в начале мая они обновили посткризисные максимумы) снижает конкурентоспособность китайского экспорта и, соответственно, открывает российским металлургам возможность поставок своей

продукции в страны Южной и Юго-Восточной Азии, спрос со стороны которых может с лихвой компенсировать сокращение продаж на Ближний Восток. При текущих ценах на сталь в Китае, ценах на ЖРС и коксующийся уголь на мировом рынке мы не видим возможностей для дальнейшего снижения экспортных котировок российской металлопродукции.

Цены на г/к лист в Китае, $/т



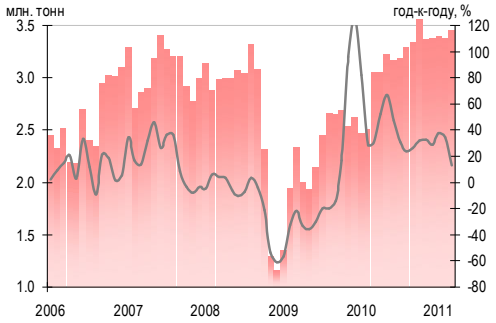
Железная руда (cif Китай), $/т.



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

3. Российские металлурги все меньше экспортируют и, соответственно, все большую долю продукции продают на внутреннем рынке за рубли (особенно в весенне-летний период). В этой связи, негативное влияние укрепления российской валюты на финансовое положение сектора представляется нам минимальным.

Видимое потребление металлопроката в РФ



Доля экспорта в общем объеме производства за последние 12 месяцев



В мае целому ряду металлургических компаний (среди которых РУСАЛ, Северсталь, Евраз) предстоит поделиться своими результатами за 1-й квартал 2011 года. Не секрет, что в металлургическом секторе, в условиях высокой волатильности цен на металлы, отчетность за предыдущие периоды бывает не слишком показательной, однако в этот раз мы считаем, что квартальные результаты могут оказать позитивное влияние на рынок. Мы ждем значительного улучшения финансовых показателей большинства компаний по итогам 1-ого квартала на фоне роста цен на металлы и позитивных прогнозов на второй квартал, по итогам которого котировки большинства металлов окажутся как минимум не ниже, чем в первые три месяца года.

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 финансовых показателей и перспективах дальнейшего роста. На текущих ценовых уровнях нам нравятся основные бумаги угольного сектора – **Мечел и Распадская.** Акции **РУСАЛа** мы считаем привлекательными, особенно с учетом роста цен на алюминий в последние недели.

Основные рекомендации

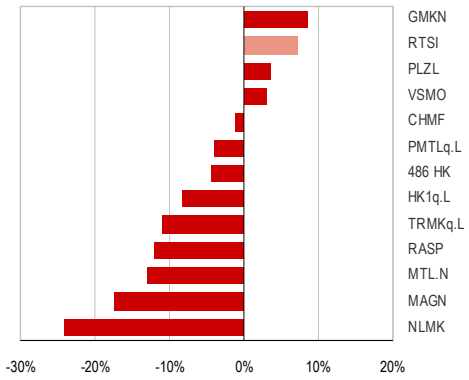
		Цена $	MCap млн. $	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Черная металлургия									
НЛМК	HK1q.L	3.59	21 516	10.9	2.4	7.8	3.82	6%	держать
Северсталь	NLMK	16.7	16 878	7.6	1.2	5.0	22.7	36%	покупать
Евраз Групп	CHMF	32.9	14 410	17.4	1.3	6.6	42.1	28%	покупать
ММК	MAGN	0.89	9 951	11.1	1.2	5.8	1.48	66%	покупать
Цветная металлургия									
Норильский Никель	GMKN	254	48 476	9.0	2.7	6.0	250	-2%	продавать
РУСАЛ	486 HK	1.5	22 283	7.5	2.6	10.2	1.9	30%	покупать
Полюс Золото	PLZL	65.0	11 587	21.3	5.2	12.7	70.7	9%	держать
Полиметалл	PMTLq.L	17.8	6 189	9.8	4.1	7.7	21.6	22%	покупать
ВСМПО	VSMO	120	1 388	15.6	1.8	7.7	157	30%	покупать
Угольные компании									
Мечел	MTL.N	25.42	10 582	8.8	1.6	6.7	38.3	51%	покупать
Распадская	RASP	6.18	4 822	10.9	4.8	6.8	13.7	121%	покупать
Трубная промышленность									
ТМК	TRMKq.L	18.38	3 978	11.5	1.3	7.0	20.2	10%	держать

Финансовые показатели компаний сектора

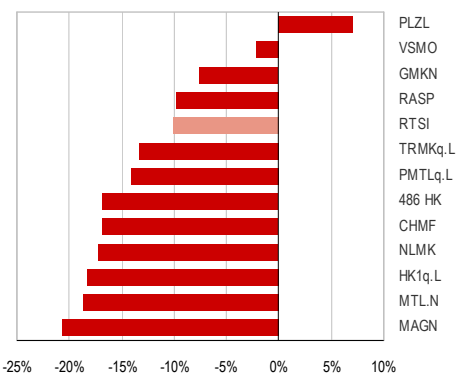
	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2010	2011	2012 П	2010	2011 О	2012 П	2010	2011 О	2012 П
Черная металлургия									
НЛМК	8 351	9 727	11 522	2 349	2 962	3 215	1 255	1 975	2 162
Северсталь	13 573	17 879	18 897	3 263	4 173	4 226	-515	2 221	2 326
Евраз Групп	13 144	16 084	17 167	2 350	3 255	3 436	532	827	1 204
ММК	7 719	10 294	11 370	1 606	2 199	2 468	242	897	1 069
Цветная металлургия									
Норильский Никель	15 214	16 908	18 370	7 317	7 762	7 418	5 231	5 408	5 240
РУСАЛ	10 979	12 990	14 429	2 597	3 323	3 805	2 867	2 961	3 491
Полюс Золото	1 711	2 182	2 057	717	901	663	332	544	370
Полиметалл	925	1 701	1 789	429	910	843	250	630	574
ВСМПО	854	1 106	1 593	136	260	474	-14	89	273
Угольные компании									
Мечел	9 746	11 173	11 965	2 015	2 637	2 568	657	1 205	1 137
Распадская	706	1 005	1 645	332	705	1 257	245	441	865
Трубная промышленность									
ТМК	5 578	5 962	6 695	942	1 098	1 307	104	345	546

Динамика акций компаний сектора

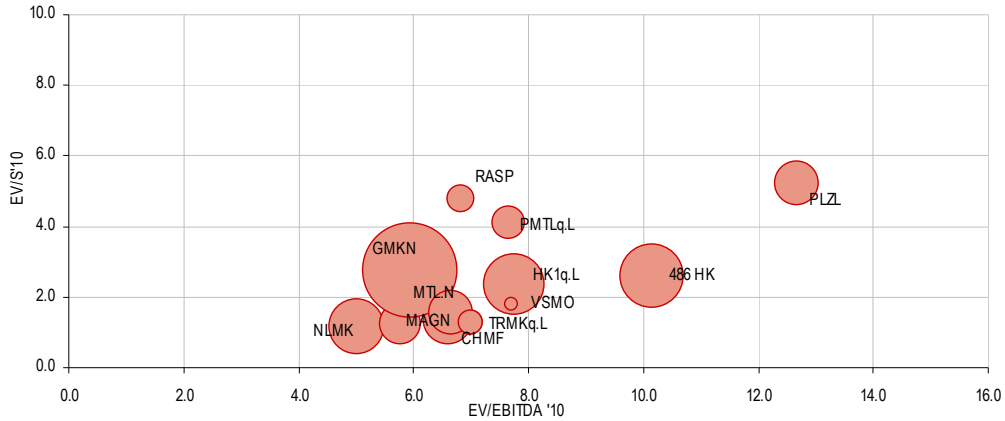
С начала года, %



За последний месяц, %



Оценка компаний сектора



Михаил Лямин
Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Электроэнергетика

Перспективы есть, стоит подождать

Рынок акций компаний электроэнергетики продолжает оставаться под давлением. В апреле акции компаний сектора вновь оказались аутсайдерами. После распродаж бумаг многие компании сектора приблизились к минимумам 2010 г.

Во многом низкий интерес к бумагам энергетиков объясняется отсутствием ясности относительно перспектив регулирования отрасли, которые, скорее всего, станут понятны лишь к концу лета. Тем не менее, как и ранее, значительная часть информации, касающейся параметров регулирования, может поступать на рынок уже в ближайшее время, что придаст силы акциям компаний.

Для формирования долгосрочного положительного тренда необходима определенность регулирования. Тем не менее, текущие уровни компаний сектора создают предпосылки для появления спроса на акции компаний. Отдельно можно выделить бумаги Холдинга МРСК, дополнительным драйвером в которых может стать грядущий пересмотр индекса MSCI. В качестве защитного инструмента мы выделяем акции ОГК-4 и ОГК-5.

Основные тенденции

Вопросы будущего - регулирование в центре внимания

Неопределенность относительно регулирования сектора по-прежнему сдерживает интерес инвесторов к отрасли. В апреле акции компаний электроэнергетики вновь стали аутсайдерами российского рынка. За прошедший месяц в области регулирования был пересмотрен ряд параметров работы энергетических компаний, в частности, параметры работы вынужденных генераторов и тарифы для ФСК. Впрочем, ключевые вопросы отрасли, требующей огромные инвестиционные вложения, как сильно могут быть изменены параметры возвратности капитала, по-прежнему остаются открытыми.

Сейчас наибольшие опасения вызывают:

- **Пересмотр параметров ДПМ.** Принятый ранее механизм возврата на вложенный капитал, гарантируемый ДПМ, формирует значительную часть стоимости генерирующих компаний. Соответственно, изменение ценовых параметров ДПМ может привести к переоценки сектора. В начале года произошло снижение нормы доходности, учитываемой в оценке ДПМ. Ставка дисконтирования была снижена с 14 до 13 %. Данное изменение не отражается на нашей оценке стоимости компаний ввиду изначально закладываемых более консервативных параметров.
  Применения каких-либо более серьезных изменений в методике ДПМ мы не ожидаем. Тем не менее, окончательные параметры ДПМ мы ожидаем ближе к осени, когда запланировано проведение отбора мощности на 2012 г.
- **Оплата мощности ГЭС.** Не ясной остается и судьба источников финансирования нового строительства РусГидро, ранее получавшей инвестиционную добавку в стоимости мощности (ЦИС). В начале года были анонсированы планы снижения ЦИС, что уже учтено рынком, и при сохранении свободного сегмента рынка электроэнергии выпадающие доходы могут быть компенсированы.
- **Снижение тарифов вынужденным генераторам.** В апреле были опубликованы новые тарифы на мощность для вынужденных генераторов. Тарифы «дорогих» мощностей были максимально приближены к рынку. По оценкам регулятора, данная мера позволит сэкономить 8.5 млрд руб. Тем не менее, вынужденная генерация не занимает большой доли в структуре ОГК. В данной связи мы не видим существенного влияния изменений на финансовые результаты оптовых компаний.

- **Параметры сглаживания тарифов сетевых компаний.** В апреле были опубликованы пересмотренные тарифы для ФСК до 2014 г., которые относительно предыдущего варианта предполагают снижение на интервале сглаживания (3 года) на 1.2 – 5.3 %. Выпадающие в 2011-2013 гг. доходы будут компенсированы в 2014 г., в данной связи новое решение не приводит к снижению стоимости компании.

Тарифы ФСК *

	2011	2012	2013	2014
Старый тариф, руб/МВт в мес	116 783	148 257	179 539	206 911
Новый тариф, руб/МВт в мес	111 066	140 388	177 310	223 942
Изменение, %	- 4.9	- 5.3	- 1.2	8.2
Расчетное изменение выручки, млн руб	- 4 500	- 10 057	- 2 877	22 202

*кроме потребителей МРСК Северного Кавказа Источники: ФСТ, Аналитический департамент Банка Москвы

Утвержденные в апреле тарифы вновь могут быть пересмотрены. Сейчас рассматривается вариант удлинения периода регулирования с 5 до 7 лет. Как альтернативный сценарий может быть выбрана «скользящая пятилетка», предусматривающая возможность увеличивать период регулирования на 1 год. В данном случае, период возврата может быть растянут на более длительный период.
С учетом утвержденного и уже запущенного RAB регулирования для ФСК, на наш взгляд, федеральная компания является более защищенной от неблагоприятного пересмотра тарифов, чем МРСК.

С учетом важности вопроса тарифов в электроэнергетики и комплексном решении проблем инфляции, в ближайшее время ключевых решений по отрасли может и не появиться. Летний КОМ будет имитационным без выставления цен, а решения по тарифам монополий, по словам главы Минэкономразвития РФ Эльвиры Набиуллиной, будет принято лишь к концу лета. Тем не менее, как и ранее, на рынке могут появляться слухи о планируемых изменениях, которые и будут определять динамику акций.

Консолидация продолжается
Крупнейшим событием месяца стало объявление параметров объединения **ОГК-2 и ОГК-6**. Оценка компаний в рамках объединения оказалась выше рыночных котировок акций ОГК-2 и ОГК-6. С точки зрения краткосрочного влияния параметров оценки на акции компаний, мы полагаем, что более высокие цены потенциальной оферты миноритариям не будут способствовать росту. Сделку еще предстоит одобрить половине от всех миноритарных акционеров, крупнейшим из которых является ИнтерРАО. Отметим, что в конце прошлого года ИнтерРАО сама проводила оценку сектора, в рамках которой акции ОГК-6 имели более высокую стоимость, а ОГК-2 были оценены дешевле. В случае если сделка будет одобрена, то выкуплено может быть около 30 % от максимально возможного объема, предъявленного к оферте ОГК-2 и около 40 % - ОГК-6.
Долгосрочная же оценка перспектив объединенной компании более привлекательна. По текущим котировкам капитализация объединенной компании составляет $ 3.3 млрд, что ниже определенного нами целевого уровня на конец года на 30 %. Если же учесть в модели оцениваемый менеджментом синергетический эффект от объединения (7.8 млрд руб.), то целевой уровень может подняться еще на 10-15 %.

РусГидро. Вместе с рисками регулирования давление на котировки акций генерирующей компании сейчас оказывают крупные сделки M&A. В частности, в обмен на свои акции РусГидро планирует приобрести Иркутскэнерго, Иркутские платины и РАО Дальнего Востока. В мае вопрос с оценкой вносимых активов, скорее всего, будет решен. С учетом того, что приобретаемые иркутские активы, скорее всего, не будут консолидированы в операционной деятельности РусГидро, их оценка при передаче пакета станет ключевым моментом для миноритарных акционеров. Поглощение же РАО Дальнего Востока, по словам менеджмента РусГидро, имеет логику в долгосрочном периоде. В краткосрочном же периоде, по нашим оценкам, приобретение дальневосточной компании, скорее, носит негативный характер для акций РусГидро. Текущая рыночная оценка акций РАО Дальнего Востока ниже номинальной стоимости и сделанной ранее оценки ИнтерРАО, которые, могут являться ориентиром для продавца. Соответственно, для обеспечения дополнительной стоимости РАО должна иметь очень хорошие перспективы.

ИнтерРАО ЕЭС. В ближайшее время ожидается подведение итогов размещения 13.8 трлн акций ИнтерРАО в обмен на активы в электроэнергетике. Масштабность сделки накладывает отпечаток на текущие котировки бумаг, которые с начала года подешевели на 40 %. Причину столь сильного снижения мы видим в значительной части миноритарных пакетов энергетических

компаний, которые получит ИнтерРАО по завершению размещения. Тем не менее, мы полагаем, что рынок сейчас закладывает в оценку ИнтерРАО один из наиболее негативных сценариев. По нашим оценкам, с учетом существенного снижения котировок акций сектора текущее влияние на цену ИнтерРАО допэмиссии можно оценить в диапазоне 0,034 – 0,047 руб. за акцию.

Ключевые рекомендации

После существенного снижения акций компании электроэнергетики мы ожидаем появление спроса в бумагах компаний. Большинство компаний сектора торгуются вблизи минимумов прошлого года, что по нашему мнению предполагает слишком высокую оценку рисков изменения регулирования.

В качестве защитного инструмента мы выделяем акции ОГК-4 и ОГК-5, текущая мощность которых оценивается рынком $ 370-480 за МВт установленной мощности. Высокая эффективность работы компаний и скорый срок ввода новых мощностей позволяют ожидать наименьшего эффекта от возможного неблагоприятного изменения норм регулирования.

Кроме того, в текущем месяце на фоне очередного пересмотра индекса MSCI спрос может появиться в бумагах Холдинга МРСК, традиционно относимых к вероятному претенденту на включение в индекс.

Основные рекомендации

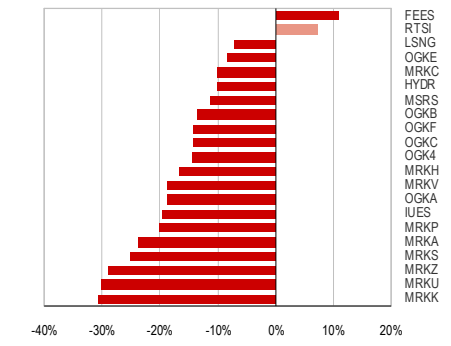
		Цена $	MCap млн. $	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Генерация электроэнергии									
РусГидро	HYDR	0.048	13 976	8.4	2.4	4.6	0.066	36%	покупать
ОГК-4	OGK4	0.08	5 203	15.9	2.3	9.3	0.12	47%	покупать
Интер РАО	IUES	0.0013	3 645	28.3	1.3	9.4	0.0018	44%	покупать
ОГК-5	OGKE	0.08	2 980	10.9	1.6	6.8	0.13	54%	покупать
ОГК-3	OGKC	0.048	2 276	83.1	0.5	9.2	0.063	31%	покупать
ОГК-2	OGKB	0.051	1 658	10.9	1.0	6.5	0.081	60%	покупать
ОГК-1	OGKA	0.032	2 110	28.0	0.9	9.8	0.052	61%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.040	1 304	56.8	0.7	10.8	0.042	4%	держать
Электросети									
ФСК	FEES	0.013	16 729	14.8	2.6	4.6	0.012	-8%	продавать
Холдинг МРСК	MRKH	0.15	6 003	4.2	0.6	3.3	0.23	55%	покупать
МОЭСК	MSRS	0.05	2 360	5.8	0.8	3.5	0.07	47%	покупать
МРСК Центра	MRKC	0.04	1 676	4.3	0.8	3.0	0.05	18%	держать
МРСК ЦП	MRKP	0.008	893	5.9	0.5	3.1	0.014	74%	покупать
МРСК Волги	MRKV	0.005	855	3.7	0.5	2.3	0.008	57%	покупать
МРСК Урала	MRKU	0.008	672	11.6	0.4	3.3	0.014	79%	покупать
МРСК Сибири	MRKS	0.008	672	9.2	0.4	3.3	0.012	53%	покупать
Ленэнерго	LSNG	0.79	732	4.3	0.8	2.7	1.20	52%	покупать
МРСК СЗ	MRKZ	0.005	505	17.0	0.5	3.4	0.011	99%	покупать
МРСК Юга	MRKA	0.004	223	отр.	0.7	4.3	0.006	45%	покупать
МРСК СК	MRKK	4.0	118	3.6	0.4	1.8	8.5	112%	покупать

Финансовые показатели компаний сектора

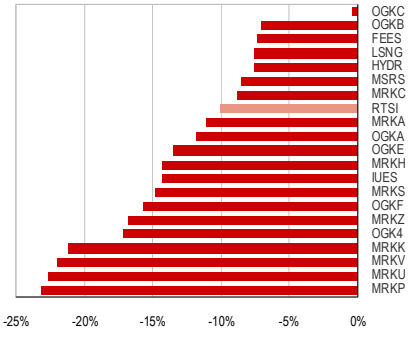
	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2010	2011	2012 П	2010	2011 О	2012 П	2010	2011 О	2012 П
Генерация электроэнергии									
РусГидро	14 360	5 680	6 684	2 437	2 885	3 422	1 330	1 670	1 957
ОГК-4	1 611	2 056	3 021	339	519	894	204	327	608
Интер РАО	2 512	2 934	3 432	377	419	555	23	129	216
ОГК-5	1 590	2 129	2 504	327	512	658	153	273	390
ОГК-3	1 180	1 350	1 898	75	80	338	34	27	208
ОГК-2	1 477	1 784	2 106	190	265	306	111	152	156
ОГК-1	1 620	1 924	2 279	169	182	208	54	75	87
ОГК-6	1 454	1 765	2 028	116	122	157	32	23	31
Электросети									
ФСК	3 750	5 079	6 520	1 793	2 882	4 145	1 651	1 134	1 698
Холдинг МРСК	19 622	24 267	28 752	3 379	4 547	6 013	727	1 443	2 218
МОЭСК	3 775	4 480	5 072	981	1 080	1 210	357	404	420
МРСК Центра	2 149	2 838	3 464	435	733	955	172	388	477
МРСК ЦП	2 055	2 651	2 982	316	440	649	75	150	294
МРСК Волги	1 404	1 812	2 234	168	416	563	14	229	325
МРСК Урала	2 076	2 453	3 044	251	266	434	87	58	175
МРСК Сибири	1 660	2 183	2 629	148	282	395	12	73	134
Ленэнерго	1 213	1 562	1 883	385	449	652	117	171	268
МРСК СЗ	1 105	1 397	1 759	118	190	318	-10	30	108
МРСК Юга	781	951	1 161	152	163	218	-9	-17	4
МРСК СК	414	502	600	72	121	158	9	33	59

Динамика акций компаний сектора

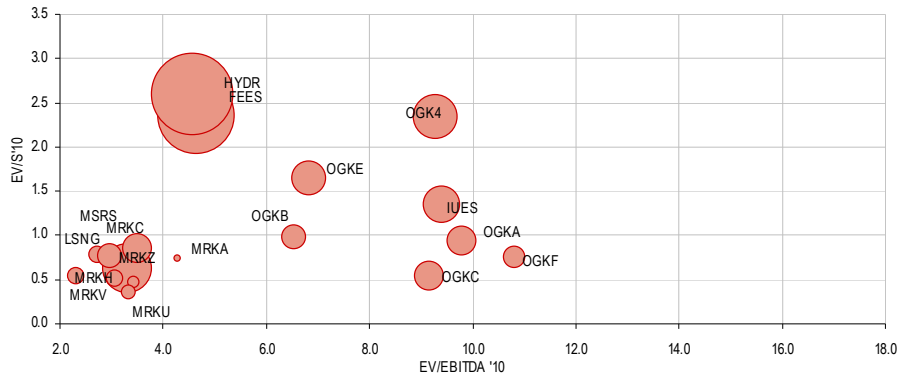
С начала года, %



За последний месяц, %



Оценка компаний сектора



Телекоммуникации

Внимание к VimpelCom Ltd.

Кирилл Горячих
Goryachih_KA@mmbank.ru

В прошедшем месяце большинство бумаг TMT сектора продемонстрировали стойкость к негативным настроениям на рынке: при падении индекса РТС на 9 % акции покрываемых нами компаний потеряли 2-4 %. Исключением стали бумаги СТС-Медиа, отреагировавшие обвалом на слабые результаты за первый квартал 2011 г.

Единственной бумагой, которая одновременно остается недооцененной и имеет краткосрочный драйвер роста, по нашему мнению, является VimpelCom Ltd. Мы считаем, что оценка Djezzy, которая, скорее всего, будет представлена в мае, окажется выше ожиданий рынка и вызовет спрос на бумаги VIP. Акции компании – наш единственный top pic в секторе на данный момент.

Основные тенденции

VimpelCom Ltd.: оценка Djezzy может преподнести приятный сюрприз

В мае независимый оценщик подготовит оценку Djezzy для правительства Алжира. Напомним, что власти данной страны намерены получить контроль над активом, который принадлежит VimpelCom Ltd. Мы оцениваем Djezzy в $ 4.1 млн, что эквивалентно 4x EV/EBITDA 10, в то время как рынок практически не учитывает алжирского оператора в цене бумаг VimpelCom. Мы отмечаем, что практически ни один телекоммуникационный оператор не стоит меньше 4x EBITDA. Кроме того, у VimpelCom имеется опцион, по которому, в случае низкой оценки Djezzy, часть потерь будет компенсирована бывшим владельцем Wind TeleCom Нагибом Савирисом. В случае если оценка Djezzy будет на ожидаемом нами уровне или выше, бумаги VIP могут прибавить около 10 %. На данный момент VimpelCom Ltd. торгуется с мультипликатором EV/EBITDA 2011 – 4.3x, что существенно ниже аналогов во всем мире.

МТС: краткосрочные драйверы роста отсутствуют

10 мая состоится закрытие реестра по бумагам МТС. На дивиденды за 2010 год будет направлено 78 % чистой прибыли по US GAAP ($ 1.08 млрд), что эквивалентно $ 1.04 на ADR (dividend yield 4.97 %) и 14.54 на локальную акцию (dividend yield 5.8 %). Выплаты будут произведены в течение двух месяцев после закрытия реестра. Мы отмечаем, что близость дивидендной отсечки поддерживала бумаги МТС в последнее время. Учитывая сильное снижение рынка в прошедшие дни, бумаги МТС могут существенно потерять в цене в мае. Мы не видим краткосрочного драйвера роста в бумагах компании в ближайшее время и не ждем позитивного сюрприза от ближайшей отчетности. По нашим оценкам, ситуация может измениться лишь во второй половине года, когда может наступить улучшение показателя маржи компании.

Ростелеком: консолидированная отчетность компании оставила, скорее, негативное впечатление

В апреле Ростелеком представил консолидированные результаты, которые включили финансовые показатели всех МРК. Отчетность оператора не преподнесла значимых сюрпризов. Скорректированный показатель OIBDA совпал с предпосылками нашей модели. Некоторым негативом выступил тот факт, что OIBDA без поправок на единоразовые вычеты от переоценки активов и выплат вознаграждений сотрудникам (stock based compensation) оказалась на 10 % ниже. Чистый долг компании был на 5 % выше наших оценок. Ближайшими событиями станет публикация стратегии Ростелекома и возможное включение его бумаг в индексы MSCI 1 июня. По нашим оценкам, на текущих уровнях акции Ростелекома торгуются с коэффициентом 5.2x EV/EBITDA 11, что сопоставимо с аналогами из развивающихся стран и на 17 -23 % выше соответствующего показателя МТС и VimpelCom. На наш взгляд, включение в индексы MSCI, листинг на LSE и рост рентабельности EBITDA в ближайшие 2 года уже более чем учтены в котировках акций Ростелекома. Мы не видим потенциала роста в бумагах компании с текущих уровней.

СТС Медиа: слабые результаты за 1-й квартал 2010 г. вызвали разочарование у

инвесторов

В начале мая СТС Медиа представила результаты за 1-й квартал 2011 г., которые оказались существенно хуже консенсус-прогноза. Столь слабые результаты компании вызвали разочарование у инвесторов: акции медиагруппы снизились на 12 % за одну торговую сессию. Тем не менее, мы отмечаем, что традиционно на 1-й квартал года у СТС Медиа приходится наименьшая часть OIBDA (менее 20 %). Кроме того, компания подтвердила данные ранее прогнозы: рост выручки в 2011 г. на 20 % при рентабельности OIBDA 34-36 %. После представленных вчера результатов вышеуказанные прогнозы кажутся нам излишне оптимистичными. Наша модель по бумагам СТС Медиа выглядит более консервативно, предполагая рост доходов компании на 17 % в 2011 г. и рентабельность EBITDA 32 %. Тем не менее, даже при таких ожиданиях мы позитивно смотрим на бумаги компании в интервале до конца года, так как наша целевая цена в $ 26.45 предполагает 32%-ный потенциал роста с текущих уровней. Наше мнение подтверждает последняя новость о том, что сделка по продаже 25%-ной доли Альфа Групп может пройти по цене $ 27 за бумагу. При этом в краткосрочной перспективе мы не ждем существенного роста в акциях медиагруппы и отмечаем, что результаты за второй квартал 2011 г. вряд ли станут катализатором игры на повышение.

Ключевые рекомендации

На наш взгляд, акции **VimpelCom Ltd.** являются единственной бумагой в секторе, которая одновременно остается недооцененной и имеет краткосрочный драйвер роста. Мы считаем, что оценка Djezzy, которая, скорее всего, будет представлена в мае, окажется выше ожиданий рынка и вызовет спрос в бумагах VIP.

Основные рекомендации

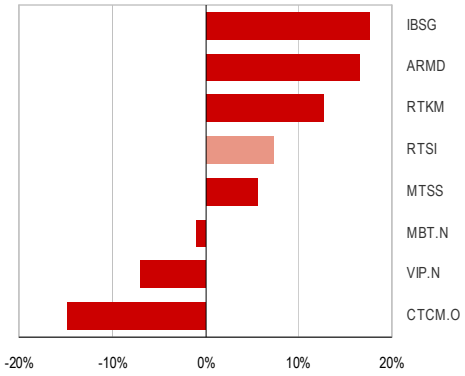
		Цена $	MCap млн. $	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Мобильная связь									
МТС (ADR)	MBT.N	20.66	19 801	11.2	1.9	4.5	23.80	15%	покупать
МТС (локальные)	MTSS	8.98	17 221	9.7	1.4	3.2	10.10	12%	держать
VimpelCom Ltd.	VIP.N	14.00	18 074	9.6	1.8	3.9	17.50	25%	покупать
Фиксированная связь									
Ростелеком	RTKM	5.78	16 984	13.1	2.0	5.1	4.11	-29%	продавать
Медиа и IT									
CTC Media	CTCM.O	26.43	4 076	27.2	6.2	17.3	26.45	0%	покупать
IBS	IBSG	29.94	744	18.6	0.9	10.4	38	27%	покупать
Армада	ARMD	14.10	169	12.6	0.9	7.3	20.50	45%	покупать

Финансовые показатели компаний сектора

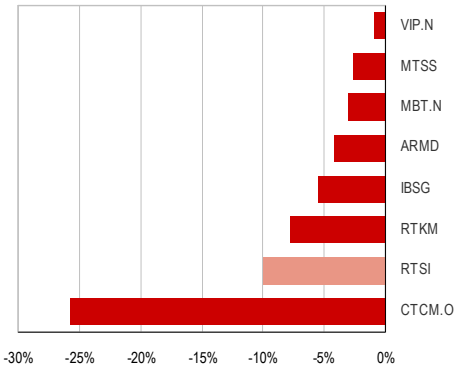
	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2010	2011	2012 П	2010	2011 О	2012 П	2010	2011 О	2012 П
Мобильная связь									
МТС	11 127	12 454	13 194	4 920	5 410	5 647	1 613	1 774	1 851
VimpelCom Ltd.	10 936	12 167	12 915	5 200	5 718	5 985	1 710	1 886	1 978
Фиксированная связь									
Ростелеком	2 081	10 201	10 516	407	4 080	4 311	211	1 300	1 327
Медиа и IT									
CTC Media	572	649	882	199	232	332	128	150	207
IBS	647	851	1 120	54	76	99	24	40	56
Армада	128	172	218	13	21	29	8	13	20

Динамика акций компаний сектора

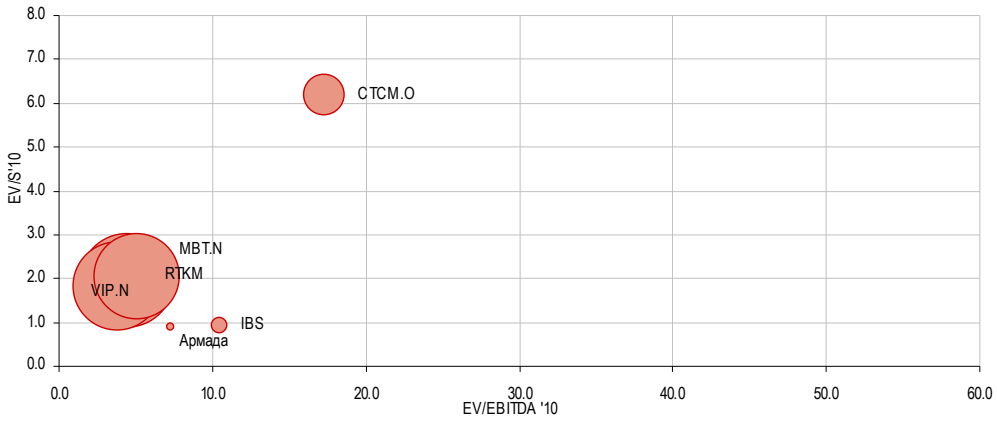
С начала года, %



За последний месяц, %



Оценка компаний сектора



Акции прочих секторов

Идей немного

Даже после масштабной коррекции за пределами основных секторов российского фондового рынка сильных инвестиционных идей, на наш взгляд, остается не так уж и много. Мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на бумаги Нижнекамскнефтехима в нефтехимической отрасли и на акции Аэровфлота в транспортном секторе.

Минеральные удобрения

В прошлом месяце мы указывали на наше сдержанное отношение к бумагам производителей калийных удобрений, отмечая, что без подписания контракта с Индией на выгодных условиях, рост цен на этом рынке (а значит и рост котировок акций компаний) вряд ли возможен. Такая позиция оправдала себя – в апреле Индия заявила, что вообще не нуждается в импорте калия в этом сезоне дождей (с июня по сентябрь), а акции Уралкалия за месяц потеряли около 10 %. Большинство участников рынка считают переговорную позицию Индии «маркетинговым трюком», коим она, возможно, является. Тем не менее, отсутствие контракта с Индией при истекающем к конце июня соглашении со вторым крупнейшим потребителем – Китаем ставит калийщиков в крайне неудобное положение, увеличивая шансы на то, что компромисс все-таки будет достигнут не на условиях производителей. Во многом поэтому наше отношение к сектору остается сдержанным.

В азотном секторе, напротив, в апреле появились поводы для оптимизма. В правительстве обсуждается возможность более медленного, чем это планировалось ранее, повышения тарифов на природный газ внутри РФ. Если такое решение будет принято, оно стало бы ультра-позитивной новостью для Акрона и означало бы, что компания сохранит свое главное конкурентное преимущество в виде доступа к дешевым энергоносителям в обозримом будущем. Впрочем, мы пока не рассматриваем «медленную» индексацию тарифов на газ в качестве базового варианта и не вносим изменения в наши модели.

Транспорт

В новом году российский авиарынок сохранил позитивную динамику. Темп роста рынка в первом квартале превысили 13 % по пассажирообороту. Вместе с тем на фоне роста рынка динамика операционных результатов в разрезе крупнейших компаний не одинакова. Резко контрастирует динамика производственных показателей Аэрофлота, который, будучи крупнейшей компанией отрасли, за последние полгода не опускается ниже двузначных темпов роста как на внутренних, так и на международных линиях. По всей видимости, можно ожидать сохранение тенденций начала года и в летний сезон. Ограничения по пропускной способности московского авиаузла, связанное с закрытием на реконструкцию Внуково, приводят к образованию дефицита билетов, что создает возможность авиакомпаниям поднять цены. Таким образом, рост цен на авиатопливо в текущих условиях может быть переложен на потребителей, и, в данном случае, экономике крупнейшей российской авиакомпании ничего не угрожает. На этом фоне, текущая стоимость Аэрофлота создает хорошие условия для входа.

Автомобилестроение

Объем производства легковых автомобилей в марте вышел на рекордные уровни – 148 тыс. шт. Производственная статистика поддерживается и сильными результатами продаж автомобилей на российском рынке. Статистика за апрель еще не подведена, а в марте уровень продаж достиг 223 тыс. шт., что всего на 12 % ниже уровней марта 2008 г. Таким образом, российский автомобильный рынок продолжает стремительное восстановление, что, как мы отмечали ранее, при сокращении программы господдержки является важным фактором для отечественных производителей.

Тем не менее, как и весь рынок акции автомобилестроительных компаний в настоящее время находятся под давлением. Основная стоимость компаний сейчас зависит от реализации намеченных планов по модернизации/развитию производства и сотрудничества с иностранными производителями, которые во многом зависят от политики государства. На фоне слабости фондового рынка и предвыборного года сильная конъюнктура рынка не оказывает

поддержку акциям автомобилестроительных компаний.

Нефтехимия

Нашей ключевой идеей в нефтехимическом секторе являются бумаги Нижнекамскнефтехима. Основными драйверами, которые будут оказывать положительное влияние на динамику капитализации компании, по нашему мнению, являются:

- Восстановление отрасли после кризиса. Темпы роста промышленного производства в ведущих экономиках мира практически вышли на докризисный уровень. В связи с этим будет расти спрос на основную продукцию NKNC – синтетические каучуки и пластики.
- Засуха лета 2010 г. уничтожила урожай натурального каучука в странах Юго-Восточной Азии и Латинской Америки, что повлекло за собой рост цен на синтетический каучук: с августа 2010 года прирост цен составил 37 %.
- Акции компании выглядят существенно недооцененными по сравнению с российскими и зарубежными аналогами. По мультипликатору EV/EBITDA на 2011 г. бумаги NKNC торгуются на уровне 2.5, тогда как аналогичный показатель для компаний развивающихся рынков составляет 7.0-7.5
- После оптимизации долговой нагрузки Нижнекамскнефтехим не испытывает проблем с задолженностью: в 2009 г. компания успешно провела сделку по обмену и выкупу еврооблигаций, и в настоящее время показатель чистый долг/ EBITDA составляет всего 0.7.
- Позитивное влияние на динамику котировок акций компании могут оказать хорошие корпоративные новости, в частности принятие ТЭО по строительству этиленового комплекса мощностью до 1 млн т в год.

Наша рекомендация по компании – покупать. С целью на конец 2011 г. – $ 0.98

Основные рекомендации

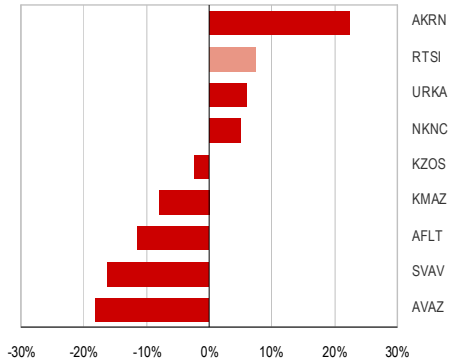
		Цена $	MCap млн. $	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Минеральные удобрения									
Уралкалий	URKA	7.61	16 166	10.1	4.1	7.1	7.33	-4%	продавать
Акрон	AKRN	45.46	2 168	14.1	1.7	7.6	35.80	-21%	продавать
Транспорт									
Аэрофлот	AFLT	2.31	2 569	7.6	0.8	5.0	0.0		
Автомобилестроение									
КАМАЗ	KMAZ	2.2	1 537	153.7	0.5	10.4	0.0		
АвтоВАЗ	AVAZ	0.9	1 256	83.7	0.8	15.0	0.0		
Sollers	SVAV	17.7	607	116.2	0.6	8.1	0.0		
Нефтехимия									
Нижнекамскнефтехи	NKNC	0.79	1 273	3.8	0.4	2.4	1.0	24%	покупать
Казаньоргсинтез	KZOS	0.2	411	8.1	1.2	4.8	0.2	5%	держать

Финансовые показатели компаний сектора

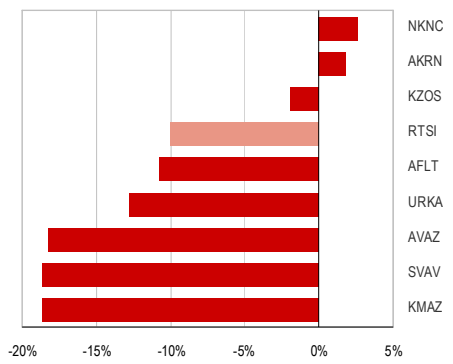
	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2010	2011	2012 П	2010	2011 О	2012 П	2010	2011 О	2012 П
Минеральные удобрения									
Уралкалий	1 698	3 894	4 395	809	2 274	2 544	548	1 606	1 694
Акрон	1 438	1 733	2 071	300	394	528	170	153	251
Транспорт									
Аэрофлот	4 283	5 145	5 952	610	792	802	247	337	289
Автомобилестроение									
КАМАЗ	3 021	3 626	4 278	151	189	222	-5	10	14
АвтоВАЗ	4 446	4 563	5 111	510	230	261	120	15	14
Sollers	1 697	2 263	2 715	81	164	201	-77	5	7
Нефтехимия									
Нижнекамскнефтех	3 102	3 413	3 577	426	608	492	164	332	259
Казаньоргсинтез	1 059	1 174	1 243	232	293	276	22	51	56

Динамика акций компаний сектора

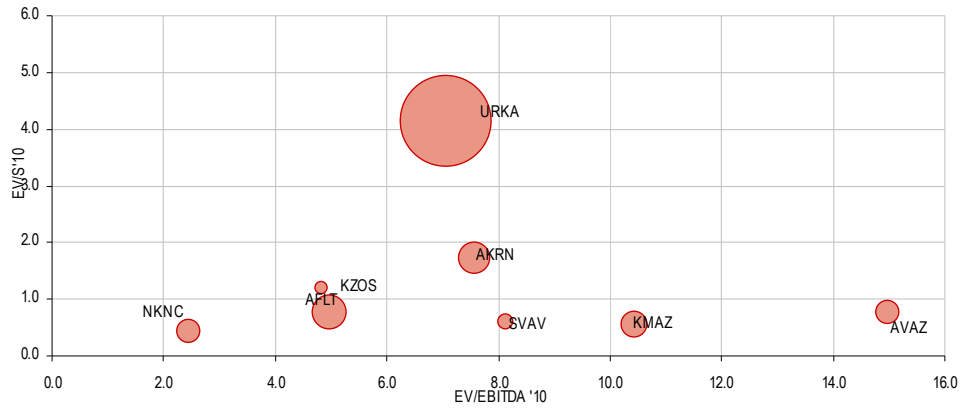
С начала года, %



За последний месяц, %



Оценка компаний сектора



Банк Москвы

Контактная информация

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 Тремасов
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ
Денис Борисов
Borisov_DV@mmbank.ru

Металлургия
Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Электроэнергетика
Михаил Лямин
Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Машиностроение / транспорт
Михаил Лямин
Lyamin_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин
Doronin_DA@mmbank.ru

Экономика
Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@mmbank.ru

Телекоммуникации
Кирилл Горячих
Goryachih_KA@mmbank.ru

Минеральные удобрения
Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Долговые рынки
Екатерина Горбунова
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Анастасия Сарсон
Sarson_AY@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA
Drozdov_AY@mmbank.ru

Стратегия
Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

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

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

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