Банк Москвы

Стратегия

Российский рынок акций

8 июня 2011 г.

Дно пройдено, но рост придется подождать

- В майской Стратегии мы отмечали, что в мировой экономике появились первые признаки охлаждения, и именно ухудшение перспектив экономического роста в мире является главной причиной начавшейся коррекции фондовых и товарных рынков. За прошедший месяц мы получили очевидные подтверждения этого тезиса.
- Мы не склонны переоценивать риски, связанные с замедлением экономического роста. Охлаждение общемировой конъюнктуры связано не с проблемами корпоративного сектора, а с общей неопределенностью вокруг проблемы государственного долга в США и Европе. Экономика вновь начнет ускоряться, как только получит ясные сигналы со стороны политиков. С Грецией всё более-менее понятно, а вот грядущие решения по бюджетно-налоговой политике США сохраняют интригу, и, на наш взгляд, станут ключевыми сигналами для рынков в этом году.
- Сценарий летней паузы и осеннего рывка к новым вершинам представляется нам наиболее вероятным. При этом мы считаем, что российские индексы прошли свою низшую точку коррекции в мае, и нынешние цены акций представляют крайне удачный момент для покупок.
- В мае мы повысили наши среднесрочные прогнозы цен на нефть, что в совокупности с произошедшей коррекцией существенно улучшило наше отношение к бумагам нефтегазового сектора. Однако больший потенциал мы в настоящий момент видим в металлургии, где в последние недели начинают все явственнее проступать новые признаки возобновления роста цен на металлы и в секторе электроэнергетики, который подвергся, пожалуй, слишком жесткой коррекции с начала года.
- По сравнению с прошлой стратегией мы внесли в список наших top-picks одно изменение, заменив бумаги РусГидро акциями Башнефти. Наш текущий топ-лист выглядит следующим образом: UC RUSAL, Башнефть, Мечел, X5, Vimpelcom Ltd, ОГК-4, ММК, Распадская, Холдинг МРСК, ОГК-5. После пересмотра в мае наших целевых уровней по акциям металлургических и нефтегазовых компаний наш target по индексу РТС на конец года был повышен с 2050 до 2100 пунктов, что предполагает 10-процентный потенциал роста от текущих уровней.

Содержание

Стратегия – апрель 2011 3
Дно пройдено, но рост придется подождать
Экономика 5
Ни шатко, ни валко
Рынок акций 12
Ни роста, ни падения
Нефть и газ 19
Настало время для покупок?
Металлургия 23
Шансов на рост больше!
Электроэнергетика 27
Пора вспомнить про энергетику
Банковский сектор 31
Умеренно-позитивный взгляд
Акции прочих секторов 36
Время еще не пришло
Контактная информация 38

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Стратегия – апрель 2011

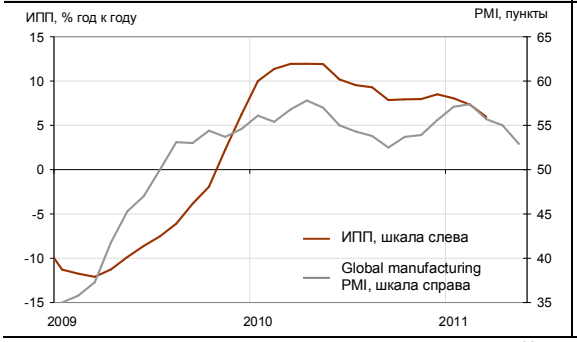
Дно пройдено, но рост придется подождать

В майской Стратегии мы отмечали, что в мировой экономике появились первые признаки охлаждения, и именно ухудшение перспектив экономического роста в мире является главной причиной начавшейся коррекции фондовых и товарных рынков. За прошедший месяц мы получили очевидные подтверждения этого тезиса.

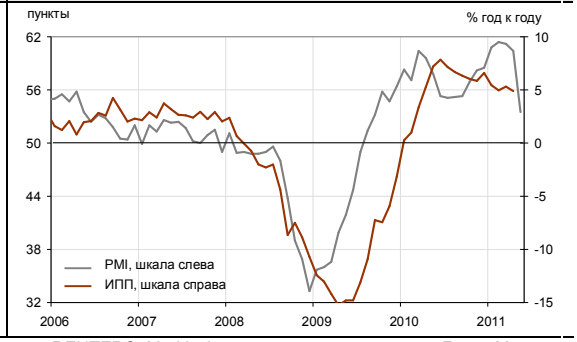
Майская статистика по индексам PMI (см. наш daily от 2 июня) однозначно свидетельствует о торможении роста в Европе, США, Азии. Последний отчет по рынку труда США не оставляет сомнений в том, что крупнейшая мировая экономика вновь испытывает трудности и пока не может встать на траекторию самоподдерживающегося роста.

Промышленное производство и индексы PMI

Global PMI manufacturing и мировое промышленное производство



USA PMI manufacturing и промышленное производство в США

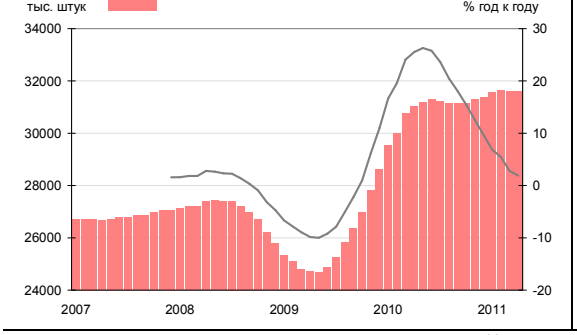


Источники: REUTERS, Markit, Аналитический департамент Банка Москвы

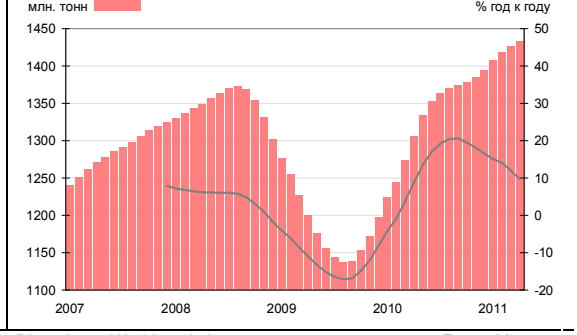
В то же время, важно подчеркнуть, что речь идет именно о замедлении. Пока рано говорить о прекращении роста и тем более о начале рецессии. Наблюдаемая динамика мировой экономики очень похожа на прошлогоднюю. Год назад европейский долговой кризис вызвал заметный спад деловой активности в мире, продолжавшийся вплоть до осени, когда была запущена программа QE2. В этом году основной причиной торможения явилась японская катастрофа, которая вызвала определенный шок со стороны предложения в таких отраслях как машиностроение и производство электронных компонентов. Однако исторический опыт свидетельствует о том, что шоковое изменение предложения – вещь куда менее опасная, чем шоковое изменение спроса, и при существующих технологиях преодолевается достаточно быстро. Поэтому вряд ли японская история будет иметь долгосрочные последствия для экономического роста. Наибольший риск для мировой экономики сейчас представляют долговые проблемы Европы и США.

Мировые продажи автомобилей и производство стали, накопленным итогом за 12 месяцев

Совокупные продажи легковых автомобилей в США, Китае, Японии, Германии, Франции, Италии, Великобритании



Мировое производство стали



Источники: Bloomberg, Worldsteel, Аналитический департамент Банка Москвы

Что касается Европы, то здесь, похоже, вопрос близок к окончательному решению. Реструктуризации долга Греции за счет держателей греческих долговых бумаг в этом году не будет. Страна получит очередной транш помощи от ЕС, при этом держателям греческих еврооблигаций, возможно, будет предложена пролонгация займов на рыночных условиях. Эта пролонгация, скорее всего, не будет носить обязательного характера, т.е. никто не будет «выкручивать руки» инвесторам. В таком сценарии реакция рынков обещает быть спокойной, хотя понятно, что рассматриваемые меры не решат проблему, а лишь отложат принятие жестких решений до следующего года. Но для рынков, мыслящих краткосрочными категориями, этого более чем достаточно.

В США ситуация сейчас, на наш взгляд, намного неприятней. Фактически впервые законодатели отказались от автоматического увеличения потолка государственного долга, поставив вопрос о корректировке бюджетной политики. На наш взгляд, эта история с высокой вероятностью приведет к изменениям в бюджетной сфере. Возможно, сейчас, потолок и будет повышен (другой вариант сложно представить, это – дефолт), но Белый дом может выступить с инициативами в области повышения налогов и сокращения госрасходов. В условиях и без того слабой экономической конъюнктуры подобные меры несут угрозу росту экономики, а, следовательно, и рынку акций.

Однако нельзя исключать, что компенсацией ужесточения в бюджетно-налоговой сфере станет новая программа монетарного стимулирования. Как бы ни критиковали QE2, но краткосрочный (примерно на полгода) импульс экономическому росту она дала. Негативным эффектом QE2 стало увеличение инфляционных рисков, но за пределы допустимого показатели инфляции не вышли. Сейчас же, по мере торможения экономического роста, инфляционное давление, скорее всего, вновь начнет ослабевать. Так что проблема инфляции не должна стать значимым ограничителем для новых монетарных стимулов.

Грядущие решения по бюджетно-налоговой политике США, на наш взгляд, станут ключевыми сигналами для рынков, и очень важно, насколько жестким окажется закручивание гаек. Разумное сокращение бюджетного дефицита, под которым мы понимаем в первую очередь сокращение госрасходов, а не повышение налоговой нагрузки, может быть позитивно воспринято рынками. Сценарий же налогового ужесточения, напротив, может вызвать разочарование инвесторов.

Мы полагаем, что долговые истории в Европе и США будут оставаться главными интригами начавшегося летнего сезона. В ближайшее время над рынками будет довлеть призрак дальнейшего замедления экономического роста, однако мы не склонны переоценивать данный риск. Экономический рост сдерживается сейчас не финансовым состоянием корпоративного сектора, а общей неопределенностью, обусловленной проблемой государственного долга в США и Европе. Экономика вновь начнет ускоряться, как только получит ясные сигналы со стороны политиков, и мы надеемся на получение этих сигналов уже в ближайшие месяцы.

Пока сценарий летней паузы и осеннего рывка к новым вершинам представляется нам наиболее вероятным. При этом мы считаем, что российские индексы прошли свою низшую точку коррекции в мае, и нынешние цены акций представляют крайне удачный момент для покупок.

Экономика

Кирилл Тремасов.
Tremasov_KV@mmbank.ru

Ни шатко, ни валко

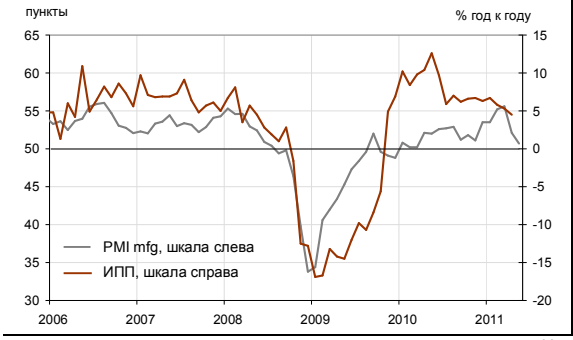
Наблюдаемые в этом году тренды в экономике не дают больших поводов для оптимизма. Если динамика экономического роста во втором полугодии не изменится, то по итогам года рост ВВП может составить лишь 3 % по сравнению с рыночным консенсусом в диапазоне 4-4.5 %. Годовая инфляция в сценарии стагнации экономики может уложиться в 7 %.

Если месяц назад мы говорили об умеренном росте российской экономики, то последние оценки МЭР позволяет констатировать скорее стагнацию. Так согласно оценкам министерства, в январе сезонно-сглаженный индекс реального ВВП снизился на 0.1 % к предыдущему месяцу, в феврале рост составил всего 0.1 %, в марте наблюдалось небольшое ускорение до +0.2 %, в апреле же рост вновь замедлился до 0.1 %.

В мае скорее всего сохранилась слабая повышательная тенденция. Индекс совокупного выпуска в промышленности и сфере услуг (Composite output index) по итогам мая практически не изменился в сравнении с предыдущим месяцем, оставшись на отметке 55.4 (55.0 – среднее значение за 1-й квартал). При этом PMI manufacturing зафиксировал достаточно резкое замедление роста в обрабатывающих отраслях промышленности, в то время как PMI services, напротив, сигнализировал об ускорении роста в сфере услуг.

Индексы PMI

PMI manufacturing и промышленное производство



PMI Services и предоставление платных услуг населению

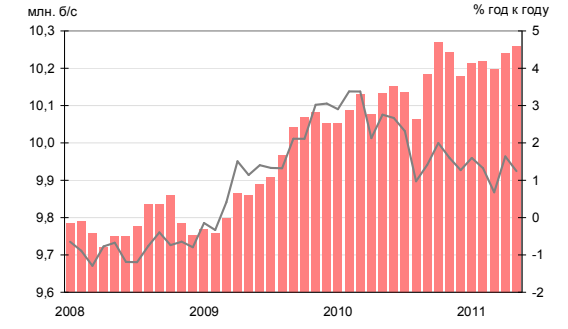


Источники: Росстат, Markit, Аналитический департамент Банка Москвы

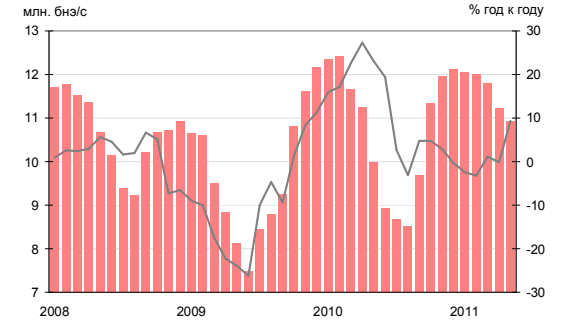
В мае был зафиксирован достаточно резкий рост добычи газа, которая подскочила на 9.3 % год к году, хотя в предыдущие месяцы этот показатель колебался вокруг нуля (см. график ниже). Этот скачок должен позитивно отразиться на динамике российской экономики в мае, но вряд ли будет иметь долгосрочные последствия. Дело в том, что, скорее всего, мы имеем дело с краткосрочным явлением, которое обусловлено стремлением европейских потребителей наполнить газохранилища по максимуму перед повышением цен в 3-м квартале. Уже в июле резкий рост может смениться провалом.

Добыча нефти и газа

Добыча нефти



Добыча газа

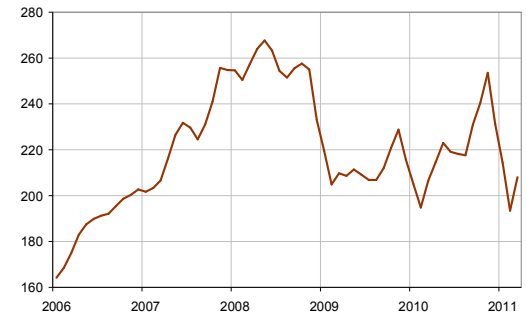


Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

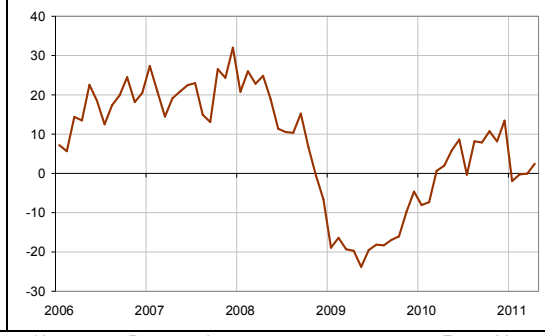
Главной проблемой роста российской экономики по-прежнему остается низкая инвестиционная активность частного бизнеса. Помесячная динамика инвестиций, начиная с осени 2009 года, выглядит крайне волатильной (см. график ниже). Так в конце прошлого года был зафиксирован резкий всплеск инвестиционной активности, в результате которого объемы инвестиций приблизились к докризисному уровню. В первые месяцы текущего года, мы, напротив, столкнулись с резким инвестиционным провалом, в результате которого объемы инвестиций сократились до уровней, на которых они находились в пик кризиса, а именно в начале 2009 года. Приближающееся начало горячего политического сезона не внушает оптимизма в отношении инвестиционной активности бизнеса в текущем году.

Динамика инвестиций

Индекс инвестиций с устранением сезонности (сглаж по 3 мес.), 100 – среднемесячный уровень инвестиций в 2000 г.



Инвестиции, % год к году



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Обратной стороной нежелания бизнеса инвестировать является не прекращающийся отток капитала. В мае, по предварительным оценкам ЦБ, чистый отток составил $ 5 млрд. Таким образом, отток капитала с начала года приблизился уже к нашему годовому прогнозу ($ 33 млрд.). Пока приток валюты по счету текущих операций (по нашим оценкам, более $ 50 млрд. в январе-мае) перевешивает этот показатель, но, уже начиная с июня, ситуация изменится из-за сезонного сокращения профицита текущего счета. Так что если отток капитала летом не замедлится, рубль начнет слабеть против бивалютной корзины.

Наблюдаемые в этом году тренды в экономике не дают больших поводов для оптимизма. Если динамика экономического роста во втором полугодии не изменится, то по итогам года рост ВВП может составить лишь 3 % по сравнению с рыночным консенсусом в диапазоне 4-4.5 %.

Мы пока оставляем наш годовой прогноз роста ВВП на уровне 4.1 %, ожидая улучшения общемировой конъюнктуры нынешней осенью, что должно потянуть за собой вверх и российскую экономику. Не меняем мы пока и наш годовой прогноз инфляции (10.5 %), хотя и отмечаем, что в сценарии стагнации (3-процентный рост ВВП) инфляция неизбежно окажется ниже, возможно, даже уложится в 7 %.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-май 11	2011 П	2012 П	2013 П
РЫНОК НЕФТИ (Urals, $/баррель)									
среднегодовой	60.9	69.4	93.8	60.8	78.2	107.5	107.5	102.5	97.5
на конец года	55.1	91.6	34.8	77.2	91.7	114.6	105.0	100.0	95.0
среднегодовой (рублей за баррель)	1 654	1 774	2 334	1 933	2 376	3 084	3 002	2 832	2 665
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, $/унция									
среднегодовой	605	698	872	974	1 226	1 433	1 500	1 400	1 400
на конец года	637	839	882	1 097	1 421	1 536	1 450	1 400	1 400
Никель, $/тонна									
среднегодовой	24 160	35 838	21 253	14 757	21 887	26 273	23 500	24 000	24 500
на конец года	34 025	27 200	11 700	18 525	24 750	23 595	23 750	24 250	24 750
Медь, $/тонна									
среднегодовой	6 736	7 009	6 879	5 193	7 560	9 482	8 250	8 500	8 750
на конец года	6 308	6 755	3 070	7 375	9 600	9 215	8 300	8 600	8 750
Алюминий, $/тонна									
среднегодовой	2 595	2 661	2 620	1 705	2 200	2 577	2 500	2 600	2 675
на конец года	2 803	2 410	1 540	2 230	2 480	2 675	2 550	2 650	2 700
Цинк, $/тонна									
среднегодовой	3 250	3 234	1 902	1 688	2 185	2 364	2 550	2 650	2 750
на конец года	4 230	2 430	1 208	2 560	2 454	2 266	2 600	2 700	2 800
Угольный концентрат, $/тонна									
среднегодовой	56	73	171	60	135	182	175	185	187
на конец года	64	90	68	88	155	199	180	186	190
Сталь (LME), $/тонна									
среднегодовой				361	488	558	600	650	650
на конец года			380	410	547	575	625	650	665
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.40	1.45	1.43	1.40
на конец года	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.44	1.45	1.43	1.40
Доллар/рубль									
среднегодовой	27.14	25.55	24.87	31.77	30.38	28.68	27.93	27.63	27.34
на конец года	26.33	24.55	29.38	30.24	30.48	28.07	27.44	27.28	27.12
Евро/рубль									
среднегодовой	34.11	35.03	36.45	44.20	40.22	40.12	40.50	39.37	38.27
на конец года	34.70	35.93	41.44	43.39	40.33	40.06	39.79	38.88	37.97
Бивалютная корзина ($–0.55; €–0.45)									
среднегодовой	30.28	29.82	30.08	37.36	34.80	33.83	33.59	32.91	32.26
на конец года	30.10	29.67	34.81	36.16	34.91	33.46	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	0.29	0.30	0.70	2.25
на конец года	5.36	4.70	1.42	0.25	0.30	0.25	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	3.38	3.50	4.00	4.00
на конец года	4.70	4.03	2.22	3.84	3.30	3.06	3.50	4.00	4.00
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой	5.93	5.80	6.78	7.42	4.92	4.72	4.75	4.85	5.00
на конец года	5.66	5.53	9.98	5.40	4.80	4.47	4.75	5.00	5.00
спрэд к UST-10, б. п.	95	150	775	156	151	141	125	100	100
Портфель ОФЗ									
среднегодовой	6.80	6.59	7.47	10.11	7.48	7.46	7.35	7.50	7.50
на конец года	6.57	6.53	9.11	8.64	7.43	7.49	7.35	7.50	7.50
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	1 922	2 291	632	1 445	1 773	1 891	2 100	-	-
% год к году	70.7	19.2	-72.4	128.6	22.7	6.7	18.5	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-май 11	2011 П	2012 П	2013 П
ВВП									
реальный, % год к году	8.2	8.5	5.2	-7.8	4.0	3.9	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	15 682	53 927	62 717	71 748
% год к году	24.6	23.5	24.2	-6.0	15.9	19.6	20.0	16.3	14.4
номинальный, $ млрд	992	1 301	1 659	1 221	1 479	543	1 931	2 270	2 625
% год к году	30.0	31.2	27.5	-26.4	21.2	23.0	30.5	17.6	15.6
на душу населения, $ тыс.	7.0	9.2	11.7	8.6	10.4	3.8	13.6	16.0	18.5
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	6.3	6.8	0.6	-9.3	8.2	5.5	4.4	3.7	3.8
обрабатывающая промышленность	8.4	10.5	0.5	-15.2	11.8	9.2	6.0	4.8	5.0
добыча полезных ископаемых	2.8	3.3	0.4	-0.6	3.6	2.8	2.1	2.0	2.1
производство электроэнергии, воды и газа	3.4	-0.6	0.6	-3.9	4.1	-0.3	2.5	2.2	2.0
Добыча нефти									
% год к году	2.2	2.3	-0.7	1.3	2.2	1.3	0.1	0.1	-0.4
млн т	480	491	488	494	505	167	506	507	505
млн баррелей в сутки	9.65	9.87	9.78	9.93	10.15	10.22	10.16	10.14	10.13
Добыча газа									
% год к году	2.4	-0.5	1.8	-12.4	11.7	-1.2	1.4	0.2	1.3
млрд куб. м	656	653	665	582	650	240	659	661	669
млн б. н. э. в сутки	10.58	10.53	10.69	9.39	10.49	11.77	10.63	10.62	10.79
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	14.1	16.1	13.5	-4.9	6.3	5.0	5.0	6.5	7.0
млрд руб.	8 712	10 869	13 921	14 603	16 469	5 648	18 708	21 748	25 174
% год к году	23.7	24.8	28.1	4.9	12.8	15.1	13.6	16.3	15.8
% к ВВП	32.4	32.7	33.7	37.6	36.6	36.0	34.7	34.7	35.1
Инвестиции в основной капитал									
индекс физического объема, % год к году	16.7	22.7	9.9	-15.7	6.0	0.1	6.0	8.5	12.0
млрд руб.	4 730	6 716	8 782	7 976	9 151	1 933	11 096	13 648	17 026
% год к году	31.0	42.0	30.8	-9.2	14.7	9.2	21.3	23.0	24.8
% к ВВП	17.6	20.2	21.3	20.6	20.4	12.3	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	0.5	5.5	7.5	10.0
млрд руб.	2 351	3 293	4 528	3 998	4 206	972	5 079	6 196	7 606
% год к году в ном. выражении	34.0	40.1	37.5	-11.7	5.2	11.0	20.8	22.0	22.8
% к ВВП	8.7	9.9	11.0	10.3	9.4	6.2	9.4	9.9	10.6
жилищное строительство									
введено жилья, тыс. штук квартир	609	721	768	701	714	146	720	743	792
введено жилья, млн кв. м	50.6	61.0	64.1	59.9	58.1	12.4	58.7	61.6	66.6
% год к году	16.1	20.6	4.6	-6.5	-3.0	-6.7	1.0	5.0	8.0
средний размер квартиры, кв. м	83.0	84.6	83.5	85.4	81.4	85.2	81.5	83.0	84.0
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.36	0.43	0.45	0.42	0.41	0.09	0.41	0.44	0.47
Сельское хозяйство									
% год к году	3.0	3.3	10.8	1.4	-11.9	0.6	5.5	3.0	3.0
Грузооборот транспорта									
млрд т-км	4 800	4 915	4 948	4 446	4 753	1 612	4 943	5 091	5 239
% год к году	2.7	2.4	0.7	-10.1	6.9	3.1	4.0	3.0	2.9

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-май 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	17 484	20 779	24 104	27 960
% год к году	25.7	23.6	18.5	12.8	10.1	5.7	12.0	16.0	16.0
Реальные располагаемые денежные доходы населения									
% год к году	13.5	12.1	1.9	2.3	4.2	-3.8	4.0	6.3	7.3
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц		12 106	14 878	16 792	18 213	17 643	20 489	23 870	27 809
% год к году			22.9	12.9	8.5	7.2	12.5	16.5	16.5
Превышение доходов над расходами, %		3.9	0.4	0.4	1.8	-0.9	1.4	1.0	0.5
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	10 634	13 593	17 290	18 638	21 193	21 655	23 842	27 418	31 805
% год к году	24.3	27.8	27.2	7.8	13.7	11.5	12.5	15.0	16.0
среднегодовая, $ в месяц	392	532	695	587	698	749	854	992	1 164
% год к году	29.7	35.8	30.7	-15.6	18.9	12.6	22.4	16.2	17.2
Реальная заработная плата									
% год к году	13.3	17.2	11.5	-3.5	4.6	1.8	3.8	5.3	7.3
Рынок труда									
постоянное население, млн чел.	142.2	142.0	141.9	141.9	141.8		141.7	141.6	141.5
изменение за год, тыс. чел.	-533	-212	-105	23	-82		-100	-100	-100
экономически активное население, млн чел.	74.2	75.1	75.9	75.4	75.0	75.1	74.6	74.3	74.0
безработные на конец года, млн чел.	5.13	4.60	5.80	6.17	5.39	5.41	5.20	5.00	4.80
безработица на конец года, %	6.9	6.1	7.6	8.2	7.2	7.2	7.0	6.7	6.5
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн чел.	1.74	1.55	1.52	2.15	1.59	1.60	1.45	1.40	1.40
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.3	2.1	2.0	2.8	2.1	2.1	1.9	1.9	1.9

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-май 11	2011 П	2012 П	2013 П
Денежная масса									
М2, млрд руб.	8 971	12 869	12 976	15 268	20 012	20 047	23 694	27 864	32 880
% год к году	48.7	43.5	0.8	17.7	31.1	24.5	18.4	17.6	18.0
% к ВВП	33.3	38.7	31.4	39.4	44.5	-	43.9	44.4	45.8
М0, млрд руб.	2 785	3 702	3 795	4 038	5 063	5 069	5 812	6 579	7 408
% год к году	38.6	32.9	2.5	6.4	25.4	21.2	14.8	13.2	12.6
доля в М2, %	31.0	28.8	29.2	26.4	25.3	25.3	24.5	23.6	22.5
% к ВВП	10.3	11.1	9.2	10.4	11.3	-	10.8	10.5	10.3
Широкая денежная база									
млрд рублей	4 122	5 513	5 579	6 467	8 190	7 285	9 419	10 785	12 316
% год к году	41.4	33.8	1.2	15.9	26.6	7.2	15.0	14.5	14.2
мультипликатор (М2 к ШДБ)	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	2.8	2.5	2.6	2.7
Инфляция									
индекс потребительских цен, % дек. к дек.	9.0	11.9	13.3	8.8	8.8	9.6	10.5	9.0	8.5
% среднегодовой	9.8	9.1	14.1	11.8	6.9	7.8	8.6	9.8	8.8
индекс цен производителей, % дек. к дек.	10.4	25.1	-7.0	13.9	16.7	20.2	17.5	10.0	9.0
% среднегодовой	12.4	14.2	21.4	-7.2	12.2	14.7	18.0	14.0	9.5
Золотовалютные резервы									
прирост за год, $ млрд	122	175	-52	13	40	45	87	55	65
на конец года, $ млрд	304	479	426	439	479	524	567	621	687
% к ВВП	30.6	36.8	25.7	36.0	32.4	-	29.3	27.4	26.2
в т.ч.									
валютные резервы, $ млрд	296	467	412	417	444	483	523	572	631
золото, $ млрд	8	12	15	23	36	41	44	49	56
% доля золота в ЗВР	2.7	2.5	3.4	5.2	7.5	7.8	7.7	7.9	8.2
физический объем золота, млн унций	12.8	14.3	16.5	20.8	25.2	28.9	30.0	35.0	40.0
Монетарный курс рубля к доллару									
М2 к ЗВР	29.5	26.9	30.4	34.7	41.7	38.3	41.8	44.8	47.9
по отношению к фактическому курсу	3.2	2.3	1.1	4.5	11.3	10.2	14.4	17.6	20.8

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, млрд руб.	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-май 11	2011 П	2012 П	2013 П
Активы	13 963	20 125	28 022	29 430	33 805	34 183	39 213	46 272	55 526
% год к году	44.0	44.1	39.2	5.0	14.9	15.6	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	4 732	5 324	6 122	7 102
% год к году	36.3	57.8	42.7	21.2	2.4	2.9	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	13.8	13.6	13.2	12.8
Депозиты населения	3 810	5 159	5 907	7 485	9 818	10 230	12 273	14 911	17 893
% год к году	38.0	35.4	14.5	26.7	31.2	27.3	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	29.9	31.3	32.2	32.2
Кредиты населению	1 883	2 971	4 017	3 574	4 085	4 310	4 902	5 980	7 415
% год к году	78.3	57.8	35.2	-11.0	14.3	20.7	20.0	22.0	24.0
% к активам	13.5	14.8	14.3	12.1	12.1	12.6	12.5	12.9	13.4
% к депозитам населения	49.4	57.6	68.0	47.7	41.6	42.1	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	6.7	5.1	4.2	3.8
Депозиты юридических лиц	2 147	3 520	4 945	5 467	6 036	6 152	6 971	8 087	9 542
% год к году	68.9	64.0	40.5	10.5	10.4	12.2	15.5	16.0	18.0
% к пассивам	15.4	17.5	17.6	18.6	17.9	18.0	17.8	17.5	17.2
Кредиты предприятиям	6 148	9 316	12 510	12 542	14 063	14 611	16 313	19 412	23 101
% год к году	39.8	51.5	34.3	0.3	12.1	16.6	16.0	19.0	19.0
% к активам	44.0	46.3	44.6	42.6	41.6	42.7	41.6	42.0	41.6
Просроченная задолженность	70	86	266	763	743	736	715	680	700
% к портфелю	1.1	0.9	2.1	6.1	5.3	5.0	4.4	3.5	3.0
Просроченная задолженность по кредитам	121	183	415	1 006	1 026	1 024	965	930	980
% к кредитному портфелю	1.5	1.5	2.5	6.2	5.7	5.4	4.5	3.7	3.2
Резервы на возможные потери по кредитам	403	532	899	1 821	1 904	1 890	1 785	1 721	1 764
% к кредитному портфелю	5.0	4.3	5.4	11.3	10.5	10.0	8.4	6.8	5.8
% к просроченной задолженности	333	291	217	181	186	185	185	185	180
Прибыль	372	508	409	205	573	291	943	1 025	1 070
% год к году	42	37	-19	-50	180	78	64	9	4
ROAA	3.1	3.0	1.7	0.7	1.8	2.6	2.6	2.4	2.1
ROAE	25.3	23.3	12.6	4.9	12.3	18.7	18.8	17.9	16.2

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-май 11	2011 П	2012 П	2013 П
Доходы, млрд руб.	6 279	7 765	9 258	7 337	8 304	3 340	10 268	10 566	11 002
% год к году	22.5	23.7	19.2	-20.8	13.2	27.6	23.6	2.9	4.1
% к ВВП	23.3	23.4	22.4	18.9	18.5	21.3	19.0	16.8	15.3
нефтегазовые доходы	2 944	2 897	4 389	2 984	3 831	1 581	5 168	4 916	4 652
% год к году		-1.6	51.5	-32.0	28.4	37.5	34.9	-4.9	-5.4
% к ВВП	10.9	8.7	10.6	7.7	8.5	10.1	9.6	7.8	6.5
% к доходам	46.9	37.3	47.4	40.7	46.1	47.3	50.3	46.5	42.3
не нефтегазовые доходы	3 335	4 884	4 869	4 353	4 473	1 759	5 100	5 650	6 350
% год к году		46.4	-0.3	-10.6	2.8	19.8	14.0	10.8	12.4
% к ВВП	12.4	14.7	11.8	11.2	10.0	11.2	9.5	9.0	8.9
% к доходам	53.1	62.9	52.6	59.3	53.9	52.7	49.7	53.5	57.7
Расходы, млрд руб.	4 285	5 982	7 561	9 637	10 116	3 206	10 660	11 200	12 200
% год к году	22.0	39.6	26.4	27.5	5.0	5.8	5.4	5.1	8.9
% к ВВП	15.9	18.0	18.3	24.8	22.5	20.4	19.8	17.9	17.0
Профицит, млрд руб.	1 994	1 782	1 697	-2 300	-1 812	134	-392	-634	-1 198
% к ВВП	7.4	5.4	4.1	-5.9	-4.0	0.9	-0.7	-1.0	-1.7
Резервный фонд *									
млрд руб.			4 028	1 831	775	746	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	2 595	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-май 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

Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Ни роста, ни падения

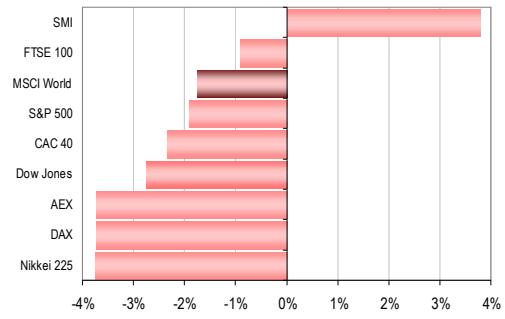
Все более явные признаки замедления мировой экономики и новый виток долгового кризиса на периферии Европы оказали заметное давление на ведущие мировые фондовые площадки в мае. В то же время для большинства развивающихся рынков прошедший месяц, напротив, стал месяцем завершения (или как минимум приостановки) коррекции. Май также запомнился двумя «горячими» IPO в секторе новых технологий, одним из которых стало размещение российской компании – Яндекса.

Мы сохраняем умеренно-позитивный взгляд на рынок, отмечая инвестиционные идеи, прежде всего, в металлургии, электроэнергетике и потребительском секторе.

Мировые рынки

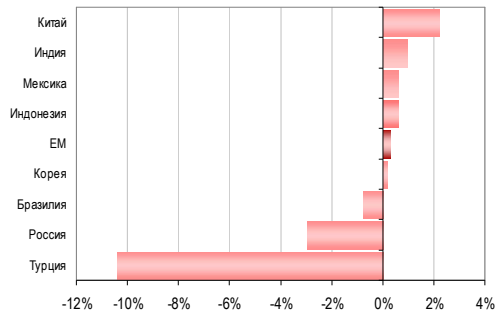
Долговые проблемы в Европе: существенно испортившаяся макростатистика и укрепление американской валюты стали основными событиями мая, способствовавшими прекращению «ралли» на ведущих фондовых площадках и «откату» мировых фондовых индексов вниз на 2-4 %. Развивающиеся рынки, находящиеся под давлением с начала года, впрочем, этого «отката» практически не заметили, став существенно меньше реагировать на поступающий из-за рубежа негатив. По итогам последнего месяца индекс MSCI EM вырос на 0.3 % на фоне падения MSCI World на 1.7 %, что едва ли удивляет: деньги у инвесторов еще есть, и желание купить подешевевшие акции все еще достаточно велико: с начала года, несмотря на относительную устойчивость в мае, развивающиеся рынки упали куда заметнее развитых площадок.

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



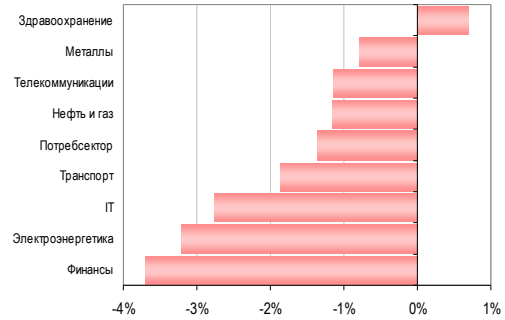
* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 6 мая

Динамика за май*: страновые индексы MSCI: развивающиеся рынки



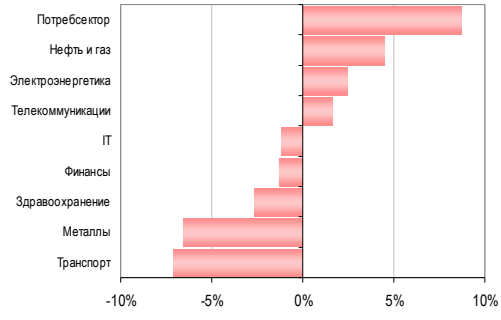
Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика за май*: отраслевые индексы MSCI – развитые рынки



* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 6 мая

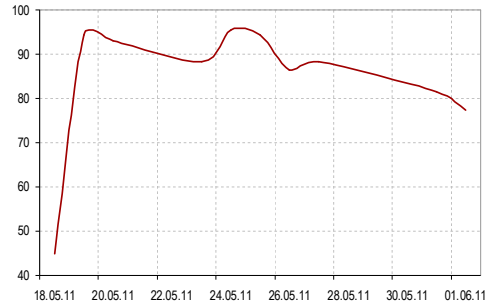
Динамика за май*: отраслевые индексы MSCI – развивающиеся рынки



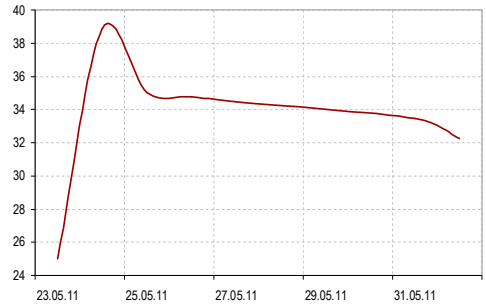
Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В отраслевом разрезе картина на развитых рынках выглядела весьма типичной для спада, когда основное снижение приходится на высокоцикличные отрасли (такие как финансовый сектор), а спросом пользуются более стабильные (здравоохранение, коммунальные услуги). На развивающихся площадках отраслевая картина была типичной для отскока – инвесторы активно покупали подешевевшие, но не потерявшие фундаментальной привлекательности бумаги цикличных отраслей: потребительского сектора, нефтегазовой отрасли, электроэнергетики. Несмотря на не слишком убедительную динамику сектора информационных технологий на мировых рынках за месяц, нельзя не отметить итоги двух главных IPO в этой отрасли, состоявшихся в мае – LinkedIn и Яндекса. Оба размещения прошли с громадной переподпиской, а акции двух компаний подорожали в первый же день торгов на 109 % и 55 % соответственно, что заставило многих наблюдателей говорить о новом «пузыре» в секторе IT.

Динамика акций LinkedIn



Динамика акций Yandex



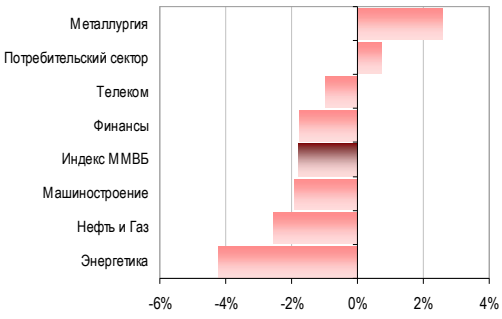
Источник: Bloomberg

Мы, впрочем, не склонны делать столь далекоидущих выводов по итогам IPO этих двух компаний. И LinkedIn и Yandex в действительности – достаточно уникальные активы. Первая компания представляет собой бренд мирового уровня (и всего за $ 5 млрд) и фактически единственную крупную в мировом масштабе сеть деловых контактов с блестящими возможностями для дальнейшего роста. А вторая – лидер рынка русскоязычного Интернета, являющийся одним из самых крупных и динамично развивающихся сегментов глобальной паутины. Вряд ли итоги IPO Yandex говорят и об улучшившемся отношении к российскому рынку в целом – второго Yandex в России нет, а торгующиеся компании (за исключением, пожалуй, Mail.ru) имеют с ним мало общего.

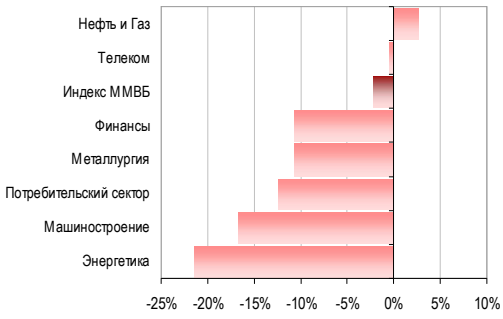
Российский рынок

Динамика российских акций в мае была разнонаправленной: бумагам металлургов и компаний потребительского сектора по итогам месяца удалось показать небольшой рост, в то время как остальные сектора завершили месяц в минусе.

Динамика отраслевых индексов ММВБ в мае*



Динамика отраслевых индексов ММВБ с начала года



* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 6 мая

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Как мы отмечали в предыдущей стратегии, некоторый отскок в таких секторах как металлургия и потребительский сектор после состоявшейся в первые месяцы года масштабной коррекции мы считаем вполне оправданным. После майского снижения котировок вполне возможно рассчитывать и на рост в электроэнергетике – нового масштабного негатива в этом секторе последний месяц не принес.

События июня: начало «летнего затишья»

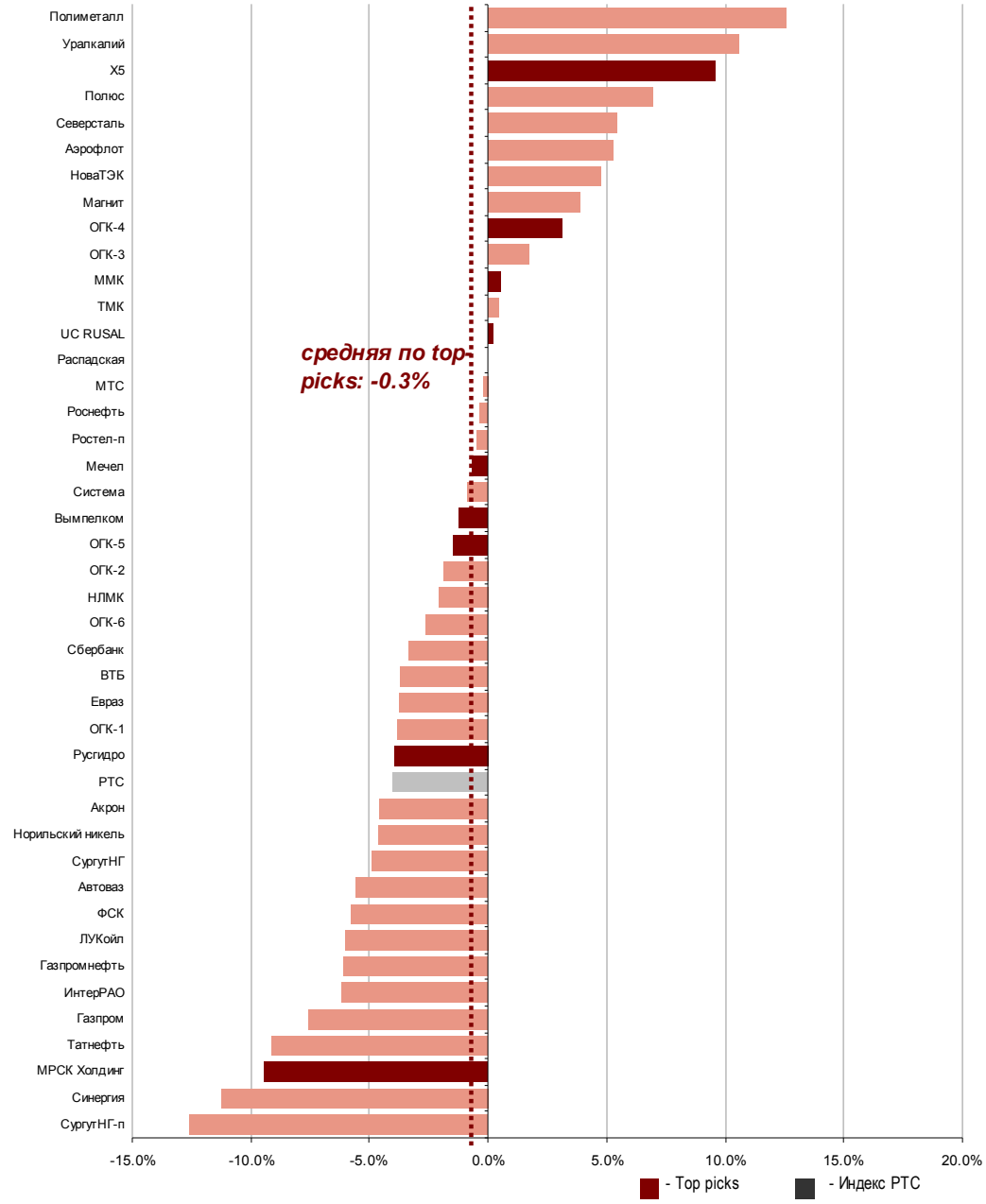
Лето является периодом традиционного «затишья» на фондовом рынке и июнь как первый месяц лета вряд ли является в этом смысле исключением. Важных отраслевых событий применительно к российскому рынку акций в предстоящий месяц мы не ожидаем. Да, безусловно, компании продолжат публиковать свои отчеты за 1-й квартал, которые вряд ли вызовут сильное движение на рынке, ведь основные представители ключевых секторов российского фондового рынка своими результатами уже поделились.

Гораздо большее влияние на рынок, вполне возможно, в предстоящий месяц будет оказывать общемировой поток макроэкономических новостей и события в политической жизни в РФ, которая с приближением выборов, вероятно, активизируется.

Top Picks

Из 10 представленных нами в прошлой стратегии top picks 9 в последний месяц выглядели лучше рынка, обеспечив среднюю доходность рекомендаций почти на 4 % лучше доходности индекса РТС.

Динамика российских акций за последний месяц*, $



* - с момента выпуска нашей последней стратегии 06.05.2010 по 06.06.2011

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы вносим в наш список top picks одно изменение: вместо бумаг Русгидро, которые, на наш взгляд, могут попасть под давление на фоне планов по допэмиссии и неопределенности с регулированием отрасли, мы возвращаем в наш список акции Башнефти как наиболее динамично развивающейся компании российского нефтегазового сектора, отношение к которому у нас заметно улучшилось после майской коррекции и повышения прогнозных цен на нефть.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

В мае мы пересмотрели наши целевые уровни по нефтегазовому сектору в сторону повышения на фоне увеличения наших прогнозов по ценам на нефть. Нашими основными отраслевыми идеями в настоящее время являются бумаги Башнефти, ЛУКОЙЛа, Сургутнефтегаза и Газпром нефти.

Металлургия

На наш взгляд, ситуация на рынке стали не столь печальна, чтобы оправдать 20-30%-ную коррекцию в бумагах сектора, произошедшую с начала года. Потребление металла в Китае, США и, что еще более важно, на российском рынке продолжает расти уверенными темпами, увеличивая загрузку мощностей металлургов. На этом фоне, несмотря на некоторые признаки замедления мировой экономики, мы сохраняем позитивное отношение к бумагам сектора, особенно выделяя ММК и угольные компании.

Электроэнергетика

Мы считаем текущую слабость сектора удачным моментом для входа. Впрочем, традиционно низкая активность летних месяцев на российском рынке в ближайшее время может не дать возможности восстановления сектора. В качестве ключевых рекомендаций мы сохраняем акции ОГК-4 и ОГК-5, которые по нашему мнению наименее подвержены влиянию ужесточения регулирования сектора. В качестве долгосрочной идеи мы выделяем акции Холдинга МРСК. В ближайшее время ожидается объявление тарифов в рамках RAB регулирования, которые по аналогии с ФСК могут оказаться не столь пессимистичными, как это закладывает рынок.

Банки

На наш взгляд, майская коррекция сделала российский банковский сектор более привлекательным. Наилучшей идеей на рынке по-прежнему являются акции Сбербанка в свете хороших результатов и приближающегося размещения части госпакета.

Индекс РТС

Пересмотрев целевые уровни по бумагам нефтегазового сектора и сектора черной металлургии, мы увеличили свою оценку индекса РТС на конец года с 2050 до 2100 пунктов, что менее чем на 15% выше текущих уровней.

Распределение рейтингов в рекомендациях Аналитического департамента Банка Москвы

	Покупать	Держать	Продавать
Всего рекомендаций	42	15	17
%	48	17	19

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, $	Цель на конец 2011г., $	Потенциал роста, %	Рекомендация
	Голубые фишки				
1	Евраз Групп	32.72	44.75	37%	покупать
2	РусГидро	0.048	0.066	37%	покупать
3	Северсталь	18.61	23.88	28%	покупать
4	VimpelCom Ltd.	13.81	17.50	27%	покупать
5	Лукойл	64.43	79.09	23%	покупать
6	МТС-ADR	19.7	23.80	21%	покупать
7	Газпром	7.29	8.68	19%	покупать
8	Сургутнефтегаз	0.96	1.14	19%	покупать
9	Сбербанк	3.47	4.10	18%	покупать
11	Норильский никель	248	250	1%	держать
13	ФСК	0.0129	0.0122	-5%	продавать
14	Роснефть	8.74	7.70	-12%	продавать
15	Уралкалий	8.58	7.33	-15%	продавать

	Компания	Текущая цена, $	Цель на конец 2011г., $	Потенциал роста, %	Рекомендация
	Второй эшелон				
1	МРСК СЗ	0.0048	0.0104	115%	покупать
2	МРСК СК	4.260	8.500	100%	покупать
3	Мечел	25.64	48.58	89%	покупать
4	МРСК Урала	0.008	0.014	74%	покупать
5	Росинтер	13.340	23.000	72%	покупать
6	Ленэнерго	0.705	1.200	70%	покупать
7	МРСК ЦП	0.0082	0.0138	68%	покупать
8	Холдинг МРСК	0.137	0.226	65%	покупать
9	ММК	0.92	1.5	63%	покупать
10	Распадская	6.06	9.85	63%	покупать
11	МРСК Волги	0.0046	0.0075	62%	покупать
12	ОГК-2	0.052	0.081	57%	покупать
13	МРСК Сибири	0.0074	0.0115	56%	покупать
14	ОГК-1	0.0336	0.0520	55%	покупать
15	Синергия	35.71	55.00	54%	покупать
16	ОГК-5	0.085	0.13	53%	покупать
17	МОЭСК	0.0472	0.0712	51%	покупать
18	Интер РАО	0.0012	0.0018	48%	покупать
19	МРСК Юга	0.0044	0.0065	48%	покупать
20	ОГК-4	0.086	0.121	40%	покупать
21	Башнефть	53.50	74.1	39%	покупать
22	Мечел-п	10.36	14.2	37%	покупать
23	X5	40.40	55.00	36%	покупать
24	UC RUSAL	1.40	1.90	36%	покупать
25	Интегра	3.26	4.41	35%	покупать
26	МРСК Центра	0.037	0.047	28%	покупать
27	Нижнекамскнефтехим	0.90	1.13	26%	покупать
28	ОГК-3	0.05	0.063	25%	покупать
29	Sollers	19.025	23.700	25%	покупать
30	Сургутнефтегаз п.	0.51	0.63	24%	покупать
31	М-Видео	9.013	11.000	22%	покупать
32	Дикси	13.92	16.80	21%	покупать
33	МТС-локальные	8.43	10.10	20%	держать
34	Казаньоргсинтез	0.220	0.261	18%	держать
35	Верофарм	42.72	50.0	17%	держать
36	Газпромнефть	4.58	5.30	16%	держать
37	Банк Санкт-Петербург п	5.300	6.100	15%	держать
38	Фармстандарт	26.10	30.0	15%	держать
39	С.А.Т. oil	10.83	12.41	15%	держать
40	Банк Санкт-Петербург	4.776	5.400	13%	держать
41	НЛМК	3.67	4.12	12%	держать
42	Полиметалл	19.60	21.64	10%	держать
43	ВСМПО	148	157	6%	держать
44	БК Евразия	31.4	32.8	4%	держать
45	Ростелеком п.	3.05	3.16	4%	держать
46	Магнит (GDR)	30.50	31.30	3%	держать
47	Татнефть п.	3.03	3.04	0%	держать
48	АвтоВАЗ	0.901	0.90	0%	продавать
49	Магнит (локальные акции)	136.5	136.0	0%	продавать
50	Татнефть	5.70	5.67	-1%	продавать
51	Полюс Золото	71.2	70.7	-1%	продавать
52	ОГК-6	0.042	0.042	-1%	продавать
53	КАМАЗ	2.23	2.20	-2%	продавать
54	Сильвинит	1000	978	-2%	продавать
55	Вимм-Билль-Данн	33.79	33.00	-2%	продавать
56	ТНК-ВР	3.08	2.97	-3%	продавать
57	ФСК	0.0129	0.0122	-5%	продавать

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи

компания	код	отрасль	Цена $	Цель $	Потенциал	Комментарий
UC RUSAL	486 HK	металлургия	1.40	1.90	36%	При текущих ценах на алюминий бумаги РУСАЛа стоят неоправданно дешево. Катализаторами роста для бумаг компании в ближайшие месяцы может стать возвращение практики дивидендных выплат и финансовая отчетность за 2-й квартал, который определенно окажется заметно сильнее первых 3-х месяцев года.
Башнефть	BANE	нефть и газ	53.5	74.1	39%	Башнефть одна из немногих нефтяных компаний демонстрирует солидные темпы роста операционных показателей. Кроме того, дополнительными катализаторами роста ее акций может стать движение к большей публичности и потенциальная сделка с ONGC/Русснефть
Мечел	MTL	угольная промышленность	25.64	38.30	49%	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	40.40	55.00	36%	Мы продолжаем считать, что резкая коррекция GDR X5 с начала года, не несет в себе достаточных фундаментальных причин. В то же время последние операционные результаты компании воодушевляют.
Vimpelcom Ltd.	VIP US	телекоммуникации	13.81	17.50	27%	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.
ОГК-4	OGK4	электроэнергетика	0.086	0.121	40%	Основные доходы ОГК-4 формируются от продажи электроэнергии (более 70% выручки), что защищает компанию от изменений правил работы на рынке мощности.
ММК	MAGN	металлургия	0.92	1.50	63%	Российский внутренний рынок стали последние месяцы растет с темпами роста более 10% год, дефицит продуктов с высокой добавленной стоимостью ощущается особенно остро. ММ имеет наибольшую среди российских металлургов долю внутренних поставок и более других выигрывает от этой ситуации.
Распадская	RASP	угольная промышленность	6.06	9.9	63%	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	0.137	0.226	65%	С начала года акции компании потеряли более 35%. Снижение стоимости сетевой компании связано с планами правительства ограничить рост тарифов. Относительно начала года капитализация Холдинга сократилась более чем на 70 млрд руб., что кратно превышает эффект от сокращения тарифов, названный правительством в начале 2011 г.
ОГК-5	OGKE	электроэнергетика	0.085	0.130	53%	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.

Денис Борисов
Borisov_DV@ mmbank.ru

Козлова Дарья
Kozlova_DV@mmbank.ru

Нефть и газ

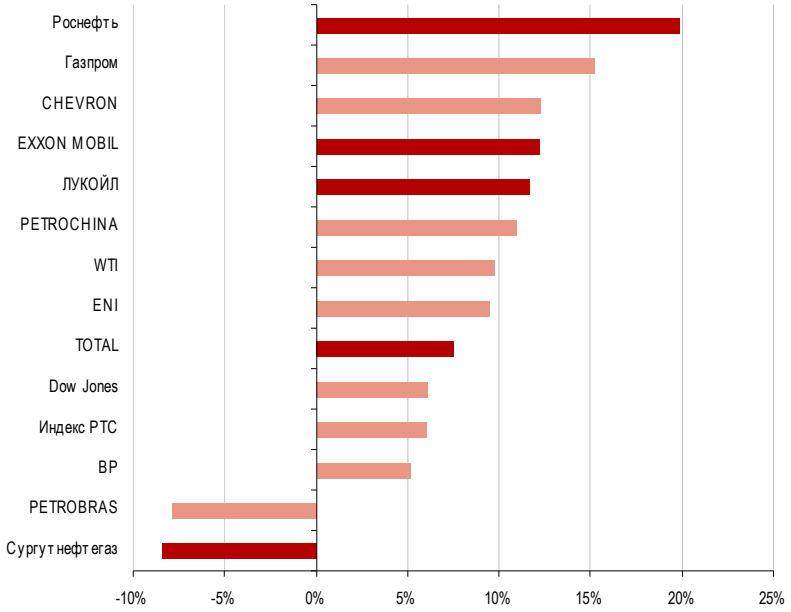
Настало время для покупок?

Окончание ценового ралли на сырьевом рынке, очередные долговые проблемы Греции и желание части инвесторов зафиксировать прибыльные позиции спровоцировали ожидаемую нами коррекцию в нефтегазовом секторе (по сравнению с началом апреля отраслевой индекс потерял в весе примерно 15 %, вернувшись к уровням конца января). Однако котировки Brent нашли существенный уровень поддержки в районе $ 110 за баррель и пока не спешат падать дальше, а значит, снижение стоимости отраслевых бумаг увеличило их фундаментальную привлекательность для долгосрочных инвесторов. В мае мы пересмотрели наши уровни target prices по сектору в сторону повышения на фоне увеличения наших прогнозов по ценам на нефть (более подробно см. наш обзор «Нефтегазовый сектор: Повышение среднесрочных ценовых ориентиров» от 24.05.2011 г.). Нашими основными отраслевыми идеями в настоящее время являются бумаги Башнефти, ЛУКОЙЛа, Сургутнефтегаза и Газпром нефти.

Основные тенденции

Коррекция на мировых фондовых рынках, возникшая на фоне некоторых признаков охлаждения мировой экономики и неопределенной ситуации с оказанием помощи Греции, оказала негативное влияние и на динамику котировок акций российских (и не только) нефтегазовых компаний. При этом майское снижение подавляющего большинства бумаг превысило падение нефтяных котировок.

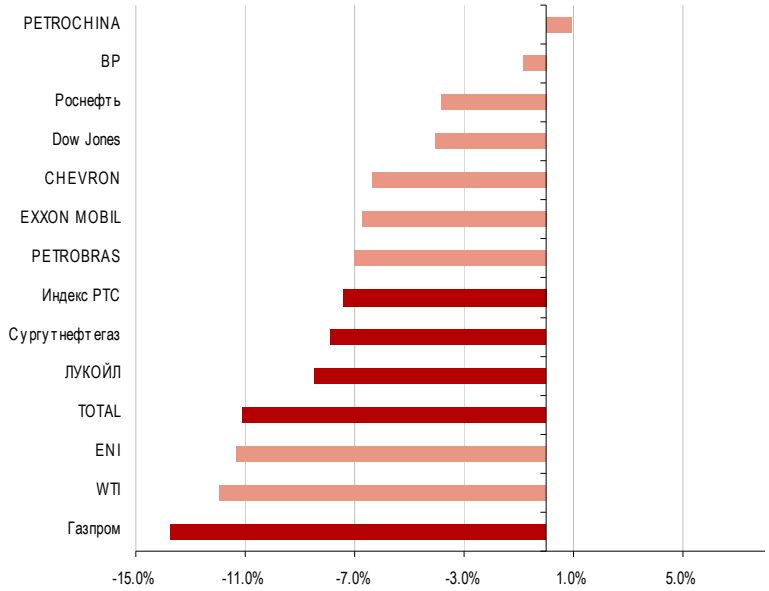
Динамика нефти, индексов и акций нефтегазовых компаний за последний месяц



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Тем не менее, с начала года большинство акций компаний сектора торгуются «в плюсе», а значит, произошедшее на рынке падение стоимости бумаг сектора мы склонны рассматривать не как разворот тренда, а как коррекционное движение. Особенно с учетом того, что по регрессионным соотношениям многие ВИНКи и Газпром торгуются ниже исторических соотношений EV/EBITDA. При этом, увы, катализаторов, способных вызвать глобальную переоценку сектора не наблюдается: вопрос с налоговой реформой нефтяной отрасли, видимо, канул в Лету, а планы по либерализации рынка к 2014-2016 гг. вновь могут быть пересмотрены.

Динамика нефти, индексов и акций нефтегазовых компаний с начала года



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Одним из основных корпоративных событий месяца стал срыв «звездной сделки» между Роснефтью и BP из-за противоречий между акционерами ТНК-ВР. В целом эта новость была нейтрально воспринята рынком на фоне слишком удаленного эффекта от сделки для миноритарных акционеров (запуск арктических проектов ожидается нами не ранее 2020-2025 гг.). При этом новость о том, что не только BP, но и другие majors интересуются возможностью сотрудничества с российскими компаниями вселяет определенный оптимизм в то, что дела в секторе, с точки зрения иностранных инвесторов, обстоят не так плачевно, как это могло показаться после продажи ConocoPhillips 20%-ной доли в ЛУКОЙЛе.

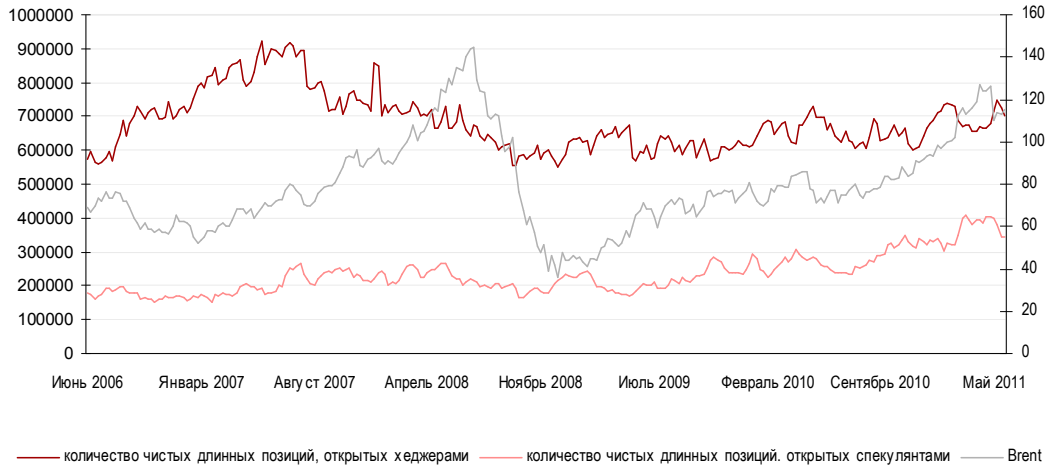
Также в мае завершилась годовая дивидендная история по компаниям сектора. Лидером по показателю дивидендной доходности за 2010 год стали «префы» Башнефти (годовой dividend yield по данному инструменту составит примерно 19 %). Следом за ними следуют привилегированные акции ТНК-ВР (16 %), бумаги BANE и TNBP (около 15 %). При этом отметим, что и Башнефть, и ТНК-ВР направят на дивидендные выплаты почти 100 % от консолидированной чистой прибыли компаний. Третье место в списке дивидендных лидеров заняли привилегированные акции Сургутнефтегаза с показателем dividend yield на уровне 8.4 %. Остальные компании, как и ожидалось, не отличались щедрыми дивидендными выплатами (средняя дивидендная доходность по остальным эмитентам сектора составила примерно 2.3 %). Пример ТНК - ВР и Башнефти, компаний с разной производственной и географической структурой активов, показывает, что и другие российские ВИНКи могли бы быть щедрее к своим акционерам, даже несмотря на высокую налоговую нагрузку на отрасль и необходимость реализации инвестпрограмм.

Главной интригой ближайших месяцев станет использование ЛУКОЙЛом резерва на $ 1.8 млрд, отраженного в финансовой отчетности компании за 1–й квартал по US GAAP (при этом ситуация с динамкой добычи компании по-прежнему выглядит тревожно); и дальнейшее разрешение ситуации с налогами и внутрироссийским ценообразованием в газовой сфере (главным пострадавшим от увеличения НДПИ и замедления темпов тарифов может стать Газпром: по нашим оценкам, потеря EBITDA может составить от 12 до 20 %). Также важным событием июня может стать подписание российско-китайского соглашения в газовой сфере, которое может позволить Газпрому существенно улучшить собственный контрактный экспортный портфель.

Однако очевидно, что одну из ключевых ролей в формировании стоимости нефтегазовых компаний продолжит играть ценовая конъюнктура на рынке нефти. Мощное нефтяное ралли начала 2011 года (по сравнению с концом прошлого года стоимость Brent выросла примерно на 40 %) к маю практически завершилось, но вместо прогнозируемого некоторыми экспертами глубокого падения, котировки черного золота нашли поддержку в районе 110 $/bbl даже несмотря на некоторую стабилизацию обстановки в странах MENA. Поиск ответа на вопрос: как долго смогут цены на нефть оставаться выше индикативного уровня предельных маржинальных

издержек по новым проектам ($ 85-90 за баррель), представляет для рынка серьезную задачу. Отметим, что одной из причин сохранения ценовой премии на нефтяном рынке (наряду с восстановлением мировой экономики, опасения геополитических взрывов в нефтедобывающих странах Ближнего Востока и Африки, монетарной политики QE и т.п.) могут быть действия хеджеров (коммерческих агентов), в т.ч. нефтедобывающих компаний, НПЗ и т.д., и спекулянтов (некоммерческие агенты). Зачастую можно встретить мнение, что текущий рост нефтяных котировок идентичен надуванию пузыря 2008 года, однако, исходя из приведенного ниже графика, нынешняя ситуация отличается от событий трехлетней давности.

Динамика чистых длинных позиций спекулянтов и хеджеров на NYMEX



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Так, в 2007 г. длинные позиции коммерческих агентов достигли максимумов (более 900 тыс. контрактов было заключено на NYMEX в течение 1 недели), а впоследствии начали резко падать. В результате к моменту начала обвала котировок нефти (летом – осенью 2008 года) количество открытых хеджерами позиций опустилось до уровня 2006 года. Активность спекулянтов на рынке также была достаточно умеренной, и при начале обвала нефти на рынке не оказалось достаточного количества покупателей, способных поддержать котировки Brent. На данный момент признаков сокращения открытых длинных позиций как со стороны хеджеров, так и со стороны спекулянтов не наблюдается, а это свидетельствует о том, что некая равновесная точка найдена, и мы сможем наблюдать цены на Brent выше 100 $/барр. еще достаточно долгое время.

Ключевые рекомендации

Нашими фаворитами в настоящий момент являются Башнефть, ЛУКОЙЛ, Газпром нефть и Сургутнефтегаз

Башнефть. Основными драйверами роста котировок BANE могут стать: высокий уровень денежного потока, генерируемый компанией (основная причина – низкий уровень капитальных вложений) и возможное партнерство с индийской ONGC.

ЛУКОЙЛ. Позитивное влияние на бумаги LKOH могут оказать: возможное SPO на гонконгской бирже во второй половине текущего года и начало стабилизации падающей добычи за счет каспийских greenfields и проведения ГТМ на западносибирских месторождениях.

Газпром нефть. Основным драйвером роста котировок SIBN может стать развитие процесса с передачей лицензий на Новопортовское и Оренбургское месторождения от Газпрома, которые могут повысить value компании.

Сургутнефтегаз. Акции Сургутнефтегаза стали одними из аутсайдеров сектора с середины января 2011 года (-19 %) на фоне отсутствия каких-либо новых глобальных инвестиционных идей. Однако, на наш взгляд, рынок недооценивает последние производственные тенденции: компании удалось переломить негативную динамику в добыче, причем не только за счет нового Талаканского месторождения, но и за счет стабилизации операционной деятельности в ХМАО.

Основные рекомендации

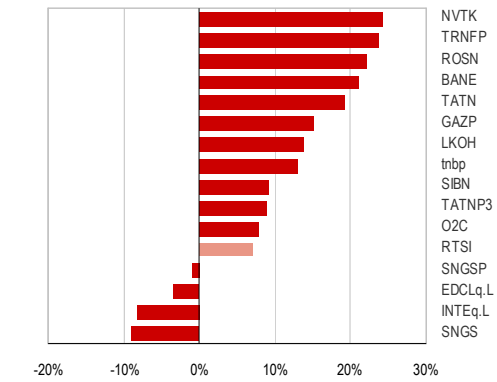
		Цена $	MCap млн. $	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Нефть и газ									
Газпром	GAZP	7.3	172 196	5.7	1.5	4.0	8.7	19%	покупать
Роснефть	ROSN	8.7	92 603	6.8	1.2	4.5	8.7	0%	держать
Лукойл	LKOH	64	50 342	4.2	0.4	2.9	79	23%	покупать
ТНК-ВР	tnbp	3.1	46 116	5.6	0.9	4.0	3.0	-3%	продавать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.96	34 327	4.4	0.4	1.8	1.14	19%	покупать
НОВАТЭК	NVTK	13.6	41 361	22.1	7.6	16.1	12.5	-8%	продавать
Газпром нефть	SIBN	4.6	21 593	4.6	0.6	3.2	5.3	16%	держать
Татнефть	TATN	5.7	11 855	6.1	0.7	4.3	5.7	-1%	держать
Башнефть	BANE	54	9 104	6.5	0.7	3.2	74	39%	покупать
Привилегированные акции									
Транснефть п.	TRNFP	1 518	10 072	1.7	1.1	1.8			
Сургутнефтегаз п.	SNGSP	0.51	3 913				0.63	24%	покупать
Татнефть п.	TATNP3	3.0	447				3.0	0%	держать
Нефтесервес									
БК Евразия	EDCLq.L	31	4 615	10.0	1.5	6.4	33	4%	держать
Интегра	INTEq.L	3.3	598	8.7	0.6	4.0	4.4	35%	покупать
C.A.T. oil	O2C	11	529	10.4	1.0	4.8	12.4	15%	держать

Финансовые показатели компаний сектора

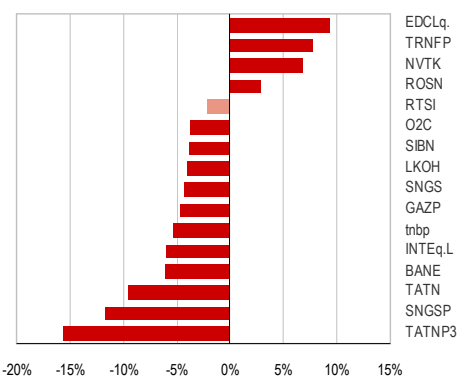
	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2010	2011	2012 П	2010	2011 О	2012 П	2010	2011 О	2012 П
Нефть и газ									
Газпром	118 439	136 010	148 476	45 283	49 726	53 381	27 094	30 074	32 048
Роснефть	63 047	86 489	85 841	19 096	23 525	18 738	10 400	13 554	9 617
Лукойл	104 956	139 464	135 405	15 687	20 002	18 755	9 006	11 892	10 674
ТНК-ВР	41 113	54 544	55 432	9 944	12 411	11 335	6 540	8 200	7 189
Сургутнефтегаз	31 705	43 033	40 969	7 488	10 284	8 915	5 575	7 721	6 545
НОВАТЭК	3 852	5 720	6 943	1 871	2 689	3 251	1 334	1 871	2 260
Газпром нефть	32 772	44 229	44 493	6 277	8 444	7 281	3 148	4 671	3 754
Татнефть	15 411	20 879	20 593	2 522	3 442	3 735	1 537	1 950	2 110
Башнефть	13 341	15 630	15 455	2 960	3 468	3 052	1 405	1 395	1 223
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	1 812	2 924	3 000	436	685	700	207	459	467
Интегра	794	1 198	1 291	95	170	183	-41	68	88
C.A.T. oil	304	468	479	75	99	111	26	51	61

Динамика акций компаний сектора

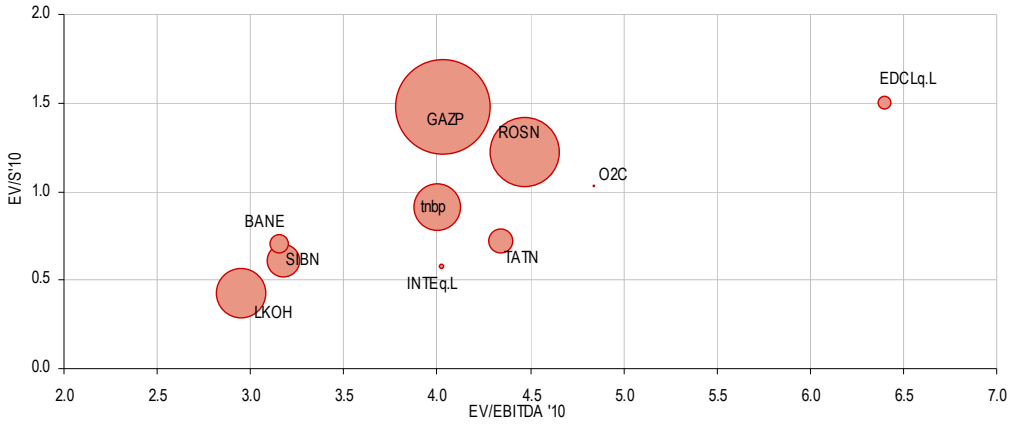
С начала года, %



За последний месяц, %



Оценка компаний сектора



Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Металлургия

Шансов на рост больше!

В мае ситуация на мировом рынке стали улучшилась, что незамедлительно сказалось и на котировках акций российских компаний сектора, большинство из которых по итогам месяца выглядели лучше рынка. Мы считаем, что благодаря по-прежнему весьма хорошему спросу со стороны основных регионов-потребителей (Китай, ЕС, США), возвращению ближневосточных покупателей и впечатляющей динамики российского рынка вероятность дальнейшего роста цен на сталь заметно выше, чем вероятность их снижения, и рекомендуем «покупать» бумаги большинства компаний сектора.

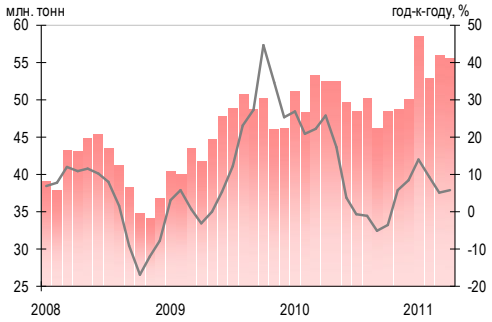
Основные тенденции

Месяц назад мы писали о том, что для снижения котировок российских металлургов на 15-20 %, которое мы наблюдали в апреле, в действительности не так много оснований, а ситуация в мировой экономике вообще и в Китае в частности в совокупности с впечатляющей динамикой российского рынка стали заставляет нас смотреть на будущее российских металлургов с оптимизмом. Итоги мая в целом подтвердили наши прогнозы – с момента выпуска большинство бумаг сектора выглядели лучше рынка, продемонстрировав небольшой рост на фоне разнонаправленной динамики котировок наиболее ликвидных российских акций.

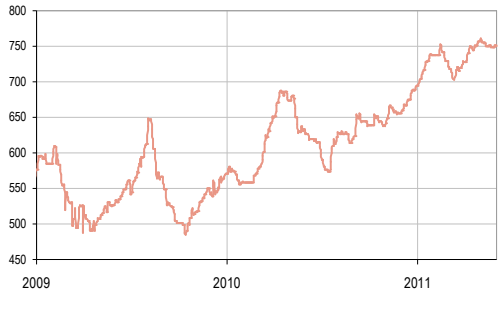
Мы сохраняем позитивное отношение к сектору, базируясь на нескольких основных доводах:

1. **Китай.** Несмотря на разговоры о возможном снижении темпов роста экономики Китая, жесткую антиинфляционную политику китайских монетарных властей, сокращение индексов промышленного PMI и некоторое замедление промышленного производства потребление стали в Поднебесной продолжает расти достаточно приличными темпами. В марте и апреле видимое потребление стали в КНР демонстрировало рост на % год-к-году, несмотря на достаточно высокую прошлогоднюю базу.

Видимое потребление стали в Китае



Цены на г/к лист в Китае, $/т

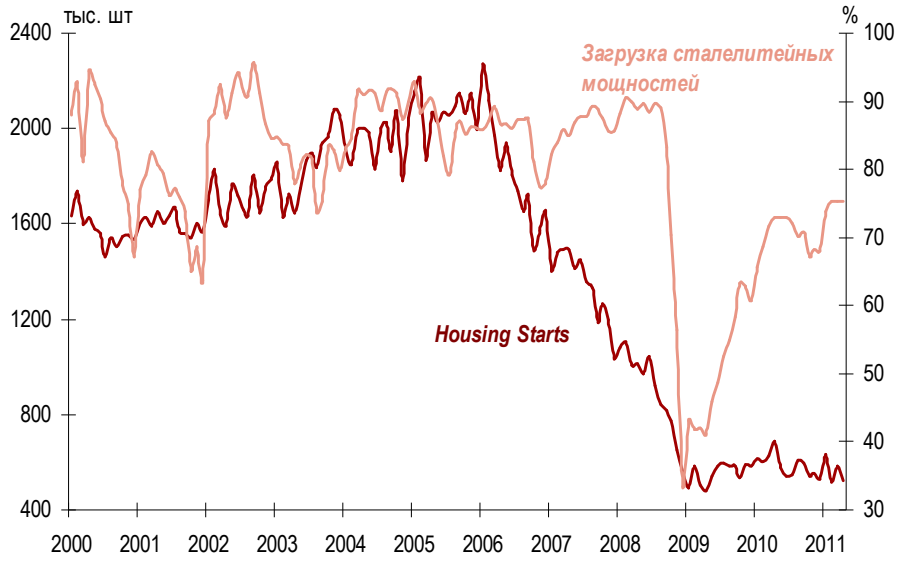


Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

2. **США.** Второй по величине в мире - американский рынок стали - в 2011 году чувствует себя явно лучше. Уровень загрузки мощностей в американской сталелитейной промышленности в первые месяцы текущего года достиг 75 % посткризисного максимума. При этом стоит отметить, что рост спроса на сталь в США происходит за счет восстановления обрабатывающей промышленности и рынка труб (в т.ч. благодаря активной разработке месторождений сланцевого гага), в то время как основной металлопотребляющий сектор – строительство – все еще чувствует себя неважно. Эта ситуация в целом не уникальная для Соединенных Штатов – нечто подобное наблюдается и в РФ, Европе, и на некоторых других рынках. Резонно ожидать, что восстановление строительной активности в США рано или поздно начнется (сейчас показатель Housing Starts в 3-4 раза ниже уровня первой половины 2000-х гг.), и это

может оказать мощнейшую поддержку рынку стали, который почти вернулся на докризисные уровни и без своего главного драйвера роста.

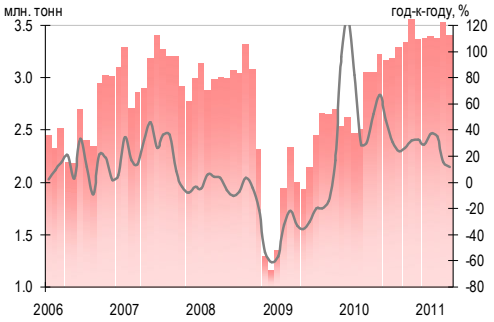
Объемы строительства новых домов и загрузка сталелитейных мощностей в США



Источники: US Steel Association, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

3. **Россия.** Российский рынок стали в первые месяцы 2011 года продолжил расти достаточно высокими темпами на фоне хорошего спроса со стороны трубной промышленности, восстановления показателей автопрома и других сегментов машиностроения, активизации строительной активности в Сочи.

Видимое потребление металлопроката в РФ



Доля экспорта в общем объеме производства за последние 12 месяцев



Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Доля российского рынка в объеме продаж российских металлургов продолжает стремительно увеличиваться. За последний год (к апрелю 2011) внутри России было продано более 56% произведенного в РФ проката (а без учета не имеющих внутрироссийского рынка полуфабрикатов - 74%). Стремительно растут объемы импорта металла в Россию (в апреле импорт поставил новый рекорд, увеличившись на 28% год-к-году) и на фоне существования масштабных проектов по модернизации транспортной, железнодорожной инфраструктуры, подготовки России к Чемпионату мира по футболу 2018 года, превращение страны в нетто-импортера стали в перспективе 5-7 лет уже не кажется фантастикой.

Столь уверенная динамика внутреннего рынка кажется нам важным драйвером роста для российских металлургов, которые, во-первых, получают возможность продавать все большую долю продукции с премией к мировым котировкам, а, во-вторых, получают рынок сбыта для товаров с высокой добавленной стоимостью, выпуск которой многие компании успешно наращивают. Другим, на наш взгляд, пока не учетным рынком драйвером роста для российских металлургов мы видим выглядящую все более вероятной корректировку планов по индексации внутренних тарифов естественных монополий и, прежде всего, тарифов на энергоресурсы, ускоренный рост которых был одним из главных факторов, способных подорвать конкурентоспособность российских металлургов в среднесрочной перспективе.

Ключевые рекомендации

Среди «большой четверки» российских металлургов мы отдаем предпочтение **ММК**. На текущих ценовых уровнях нам нравятся основные бумаги угольного сектора – **Мечел и Распадская.** Акции **РУСАЛа** мы считаем привлекательными с учетом сохраняющихся достаточно высоких цен на алюминий и перспективы выплаты промежуточных дивидендов уже в 2011 году.

Основные рекомендации

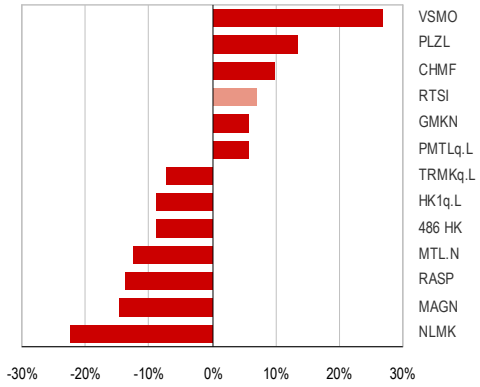
		Цена $	MCap млн. $	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Черная металлургия									
НЛМК	HK1q.L	3.67	22 008	9.8	1.6	6.6	4.12	12%	держать
Северсталь	NLMK	18.6	18 755	6.6	1.3	4.7	23.9	28%	покупать
Евраз Групп	CHMF	32.7	14 327	8.8	1.0	6.2	44.8	37%	покупать
ММК	MAGN	0.92	10 294	10.6	1.2	5.4	1.50	63%	покупать
Цветная металлургия									
Норильский Никель	GMKN	248	47 293	8.7	2.7	5.8	250	1%	держать
РУСАЛ	486 HK	1.4	21 251	7.2	2.5	9.8	1.9	36%	покупать
Полюс Золото	PLZL	71.2	12 684	23.3	5.7	13.9	70.7	-1%	продавать
Полиметалл	PMTLq.L	19.6	6 816	10.8	4.5	8.4	21.6	10%	держать
ВСМПО	VSMO	148	1 708	19.2	2.1	8.9	157	6%	держать
Угольные компании									
Мечел	MTL.N	25.64	10 673	7.0	1.4	5.8	48.6	89%	покупать
Распадская	RASP	6.06	4 729	9.8	4.3	6.4	9.9	63%	покупать
Трубная промышленность									
ТМК	TRMKq.L	19.20	4 156	12.1	1.3	7.2	20.2	5%	держать

Финансовые показатели компаний сектора

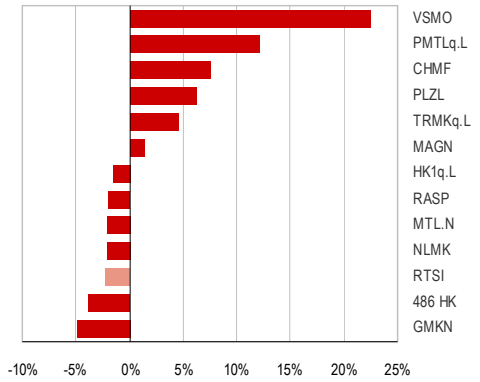
	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2010	2011	2012 П	2010	2011 О	2012 П	2010	2011 О	2012 П
Черная металлургия									
НЛМК	8 351	14 693	18 885	2 349	3 614	4 305	1 329	2 243	2 653
Северсталь	13 573	17 114	19 197	3 263	4 834	5 393	-577	2 821	3 329
Евраз Групп	13 394	21 509	23 574	2 350	3 463	3 885	548	1 635	2 205
ММК	7 716	11 478	13 575	1 603	2 478	3 050	254	973	1 407
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	13 073	15 043	2 018	3 066	3 420	648	1 523	1 779
Распадская	706	1 107	1 743	332	742	1 304	245	483	912
Трубная промышленность									
ТМК	5 578	5 962	6 695	942	1 098	1 307	104	345	546

Динамика акций компаний сектора

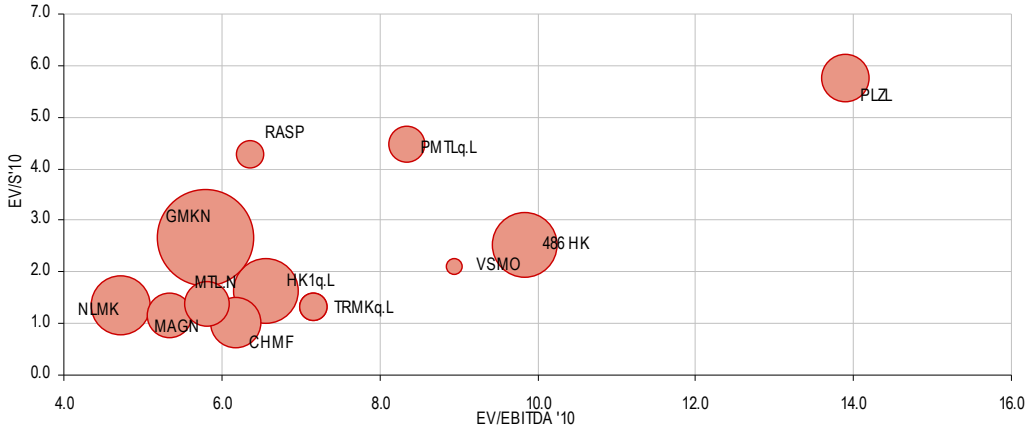
С начала года, %



За последний месяц, %



Оценка компаний сектора



Михаил Лямин
Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Электроэнергетика

Пора вспомнить про энергетику

В секторе сохраняется слабая динамика, усиливаемая снижением российского рынка в целом. В мая акции энергетических компаний, и в первую очередь сетевого комплекса, вновь возглавили списки аутсайдеров рынка. В бумагах генерирующих компаний снижение проходило более умеренными темпами, а к концу месяца ряд активов даже сумел выйти в плюс. В частности, акции ОГК-4, находившиеся в списке наших ключевых рекомендаций.

В данном месяце мы провели пересмотр наших ключевых рекомендаций, исключив акции РусГидро. Вместе с тем мы обращаем внимание на акции ИнтерРАО, которые, несмотря на завершение крупного размещения, переоценивают влияние появления в компании новых активов. Кроме того, в качестве ключевых рекомендаций мы сохраняем ОГК-4, ОГК-5 и Холдинг МРСК.

Основные тенденции

Май стал еще одним слабым месяцем для акций компаний сектора, большинство акций энергетических компаний завершили месяц с существенным отставанием от индекса РТС. Худшую динамику продолжают демонстрировать акции сетевых компаний, перспективы RAB регулирования в которых так и не стали ясны. На этом фоне, даже сообщения о планируемом листинге МРСК Холдинга в Лондоне в конце года не оказало бумагам компании никакой поддержки. В начале июня акции Холдинга торговались на 23 % ниже уровней начала года. Несмотря на существующие риски неблагоприятного пересмотра тарифов, такое падение котировок, на наш взгляд, отражает чересчур пессимистичный взгляд на отрасль.

Акции сетевых компаний

До настоящего времени государство сохраняет все принципы RAB-регулирования с обязательством гарантированного возврата инвестированных средств с процентами. Новые меры правительства, принятые в целях сокращения тарифов, можно признать достаточно умеренными: рост тарифов, по всей видимости, будет опережать инфляцию, сглаживание будет происходить за счет удлинения периода регулирования.

По нашим оценкам, наблюдаемое падение котировок на 30-35 % примерно соответствует нулевой прибыли компаний в течение как минимум 2 лет с последующим восстановлением RAB-регулирования в полном объеме лишь в 2013 году. На наш взгляд, такое падение цен выглядит не совсем оправданным: рост тарифов сетевых компаний в эти два года будет гарантированно превышать инфляцию, и, таким образом, даже без компенсации выпадающих доходов компании получат позитивные операционные потоки.

Наиболее привлекательными акциями в настоящее время мы считаем бумаги Холдинга МРСК. Новым драйвером роста для них может стать намерение менеджмента разместить депозитарные расписки за рубежом. Мы ожидаем, что тарифы МРСК будут утверждены в ближайшие недели. Крайней датой пересмотра тарифов было принято 1 мая, и регулятор заинтересован в уменьшении задержки, составляющей уже месяц.

Базовым сценарием для МРСК мы считаем ограничение роста тарифов в 2011-2012 гг. до 15 % с последующим возвратом средств, что не влияет на нашу оценку компании. При худшем сценарии (отказ правительства от возврата выпадающих доходов) сетевые компании имеют возможность компенсировать возможный ущерб за счет соответствующего сокращения инвестпрограмм.

Акции генерирующих компаний

В генерирующих компаниях снижение проходило более умеренными темпами, а акции ОГК-3 и ОГК-4 в конце месяца даже сумели выйти в плюс. Хуже остальных смотрелись бумаги РусГидро, давление на которые вместе с общеотраслевыми рисками оказывают новые планы по размещению акций и консолидации активов. Мы полагаем, что новая эмиссия и не очевидные краткосрочные выгоды от консолидации РАО Востока, действительно снижают привлекательность акций гидрогенерирующей компании. В данной связи мы убираем Русгидро из наших ключевых рекомендаций с данной стратегии.

Менее оправдано снижение в бумагах ИнтерРАО. В мае ИнтерРАО подвело итоги допэмисии, в результате которых уставной капитал был увеличен в 3.36 раз. В результате размещения компания привлекла активы на 365 млрд руб. в соответствии с оценкой ИнтерРАО. Большая часть полученных активов – рыночные компании, учет текущих цен акций которых позволяет оценить объем приобретенных активов в 240 млрд руб. по текущей стоимости или 0,046 руб. на каждую акцию допэмисии. При этом рыночная оценка акций ИнтерРАО в начале июня продолжала находиться на минимальных уровнях с начала 2010 г. Таким образом, либо возникает традиционная недооценка холдингов относительно составной стоимости его активов, либо рынок по-прежнему не учитывает консолидированную часть.

По нашему мнению, и в первом, и во втором случае неэффективность - рынка временное явление. Логика наших вывода базируется на оценке стоимости ИнтерРАО методом составных частей. Наша целевая рекомендация по акциям ИнтерРАО на начало года составляла 0.052 руб, тогда как рынок оценивал компанию в 0.049 руб. Добавление новых активов, с учетом падения стоимости последних, снижает стоимость акций ИнтерРАО на 1.1 -1.3 коп., поэтому образовавшийся дисконт текущей цены к уровням начала года в 11-13 % - это переоценка самого ИнтерРАО в рамках коррекции.

Влияние допэмиссии на акции ИнтерРАО

	Рыночные котировки	Целевой уровень БМ
Цена акции в начале года, руб	0.049	0.052
Старое количество акций, млн. шт	2 893 027	
Капитализация, млн. руб	141 758	150 437
Стоимость новых рыночных активов по текущим ценам, млн. руб	225 811	
Суммарная стоимость компании	367 569	376 248
Количество размещенных акций, млн. шт	*6 822 430*	
Казначейские акции	*1 315 122*	
Новое количество акций	8 400 335	
Стоимость компании после допэмиссии	0.044	0.045
Текущая стоимость	0.034	
Дисконт	**23%**	**25%**

Источники: данные компании, Аналитический департамент БМ

Впрочем, стоит отметить и другой эффект допэмиссии. Значительная часть новых акций ИнтерРАО (около 30 %) была выкуплена дочерней компанией ИнтерРАО Капитал. Как говорится в материалах компании, данные акции предполагается использовать для дальнейшего M&A и опционной программы. Объем опционной программы точно не известен. Ранее менеджмент компании оценивал объем программы в 2.5 % от нового размера УК, еще около 14 % акций потребуются для завершения сделки по приобретению ОГК-3. Соответственно, оставшийся 1.3 трлн акций или 13.5 % увеличенного УК являются казначейскими. Без учета казначейских бумаг размещение новых акций оказывает не столь негативный эффект на оценку компании, как это закладывает рынок. По нашим расчетам, снижение стоимости акций ИнтерРАО относительно нашего целевого уровня и цены на начало года составляет 0.5-0.7 коп., что соответствует стоимости одной акции в 4.4 – 4.5 коп. Премия к текущим рыночным котировкам – 23-25 %.

Очевидно, что еще одним сдерживающим фактором для роста стоимости акций компании является опасения выхода миноритарных пакетов на рынок (объединение выпусков намечено на октябрь). Тем не менее, с учетом действующего соглашения крупные миноритарии не могут продавать полученные акции в течение года. Мы полагаем, что к окончанию действия соглашения менеджмент ИнтерРАО подготовит компанию к SPO, в рамках которого и будут предложены пакеты всех желающих выйти из капитала компании.

Объединение ТГК КЭС Холдинга

В мае на рынке появилась информация об еще одном объединении. КЭС Холдинг объявил о планах допэмиссии ТГК-9, акции которой можно будет получить в обмен ан ТГК-5, ТГК-6 и ТГК-7. Голосование по вопросу допэмиссии ТГК-9 пройдет 29 июня. Таким образом, во второй половине июня на рынке могут появиться новые идеи, связанные с объединением активов КЭС. Как показала последняя практика, проводимая разными участниками рынка, результаты оценки сектора могут довольно существенно отличаться. Если брать последние оценки сектора, проводимые ИнтерРАО, то в случае конвертации в бумаги ТГК-9, возможность арбитража сейчас

существует лишь в бумагах ТГК-5 и ТГК-6. Впрочем, мы полагаем, что в рамках текущего объединения, как и в случае с ОГК-2 и ОГК-6, актив, на котором планируется объединить ТГК, скорее всего, имеет более высокую оценку. Кроме того, высокая оценка может быть и в ТГК-7, которым ранее интересовалось ИнтерРАО.

Оценка коэффициентов конвертации

	Текущая	Оценка ИнтерРАО/Росимущество	Коэффициент конвертации в ТГК-9	Стоимость ТГК-9, через обмен	Отклонение, %
ТГК-5	0.013	0.021	4.4	0.0029	-17
ТГК-6	0.010	0.017	3.5	0.0029	-15
ВТГК	2.16	2.47	514.6	0.0042	**22**
ТГК-9	0.003	0.005			

Источники: ММВБ, ИнтерРАО, Росимущество, Аналитический Департамент БМ

Ключевые рекомендации

Мы считаем текущую слабость сектора удачным моментом для входа. Впрочем, традиционно низкая активность летних месяцев на российском рынке в ближайшее время может не дать возможности восстановления сектора. В качестве ключевых рекомендаций мы сохраняем акции **ОГК-4 и ОГК-5**, которые по нашему мнению наименее подвержены влиянию ужесточения регулирования сектора.

В качестве долгосрочной идеи мы выделяем акции **Холдинга МРСК**. В ближайшее время ожидается объявление тарифов в рамках RAB регулирования, которые по аналогии с ФСК могут оказаться не столь пессимистичными, как это закладывает рынок. Кроме того, развитие темы с листингом в Лондоне в среднесрочной перспективе может стать еще одним драйвером роста.

Основные рекомендации

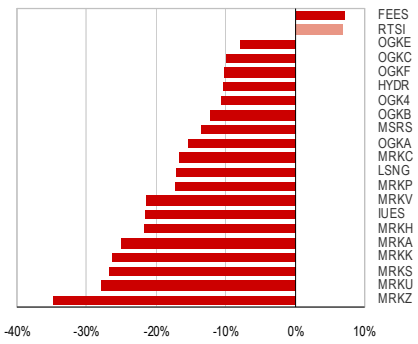
		Цена $	MCap млн. $	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Генерация электроэнергии									
РусГидро	HYDR	0.048	14 010	8.4	2.4	4.7	0.066	37%	покупать
ОГК-4	OGK4	0.09	5 440	16.6	2.5	9.7	0.12	40%	покупать
Интер РАО	IUES	0.0012	11 951	92.7	4.2	29.2	0.0018	48%	покупать
ОГК-5	OGKE	0.08	2 997	11.0	1.6	6.9	0.13	53%	покупать
ОГК-3	OGKC	0.050	2 393	87.4	0.6	10.6	0.063	25%	покупать
ОГК-2	OGKB	0.052	1 687	11.1	1.0	6.7	0.081	57%	покупать
ОГК-1	OGKA	0.034	2 198	29.2	1.0	10.3	0.052	55%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.042	1 366	59.5	0.8	11.3	0.042	-1%	держать
Электросети									
ФСК	FEES	0.013	16 151	14.2	2.5	4.4	0.012	-5%	продавать
Холдинг МРСК	MRKH	0.14	5 637	3.9	0.6	3.2	0.23	65%	покупать
МОЭСК	MSRS	0.05	2 297	5.7	0.8	3.4	0.07	51%	покупать
МРСК Центра	MRKC	0.04	1 552	4.0	0.7	2.8	0.05	28%	покупать
МРСК ЦП	MRKP	0.008	925	6.2	0.5	3.2	0.014	68%	покупать
МРСК Волги	MRKV	0.005	827	3.6	0.5	2.3	0.008	62%	покупать
МРСК Урала	MRKU	0.008	693	11.9	0.4	3.4	0.014	74%	покупать
МРСК Сибири	MRKS	0.007	657	9.0	0.4	3.2	0.012	56%	покупать
Ленэнерго	LSNG	0.70	653	3.8	0.7	2.6	1.20	70%	покупать
МРСК СЗ	MRKZ	0.005	463	15.6	0.4	3.2	0.010	115%	покупать
МРСК Юга	MRKA	0.004	219	отр.	0.7	4.3	0.006	47%	покупать
МРСК СК	MRKK	4.3	126	3.8	0.4	1.9	8.5	100%	покупать

Финансовые показатели компаний сектора

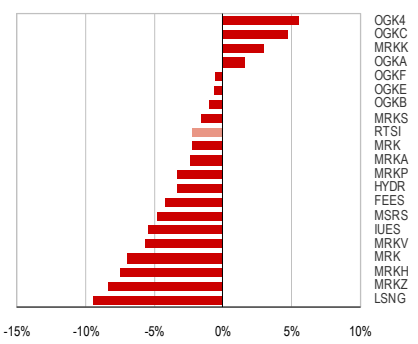
	Выручка млн. $			EBITDA млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2010	2011	2012 П	2010	2011 О	2012 П	2010	2011 О	2012 П
Генерация электроэнергии									
РусГидро	14 360	5 680	6 684	2 437	2 885	3 422	1 330	1 670	1 957
ОГК-4	1 611	2 056	3 021	339	519	894	204	327	608
Интер РАО	2 512	2 934	3 432	377	419	555	23	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

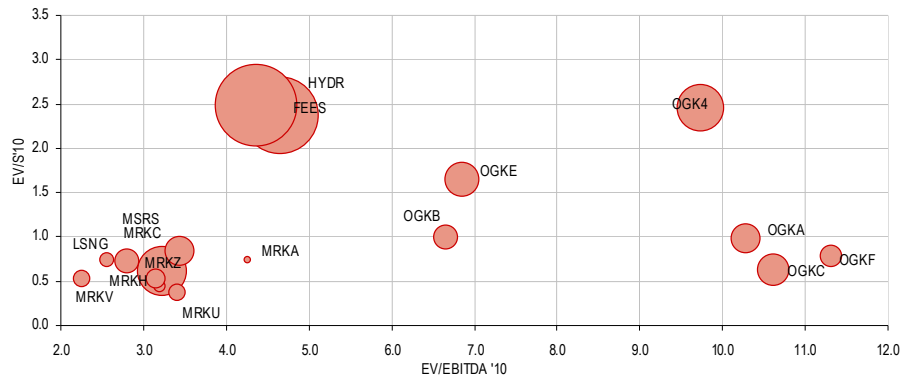
С начала года, %



За последний месяц, %



Оценка компаний сектора



Банковский сектор

Максим Кошелев
Koshelev_ME@mmbank.ru

Умеренно-позитивный взгляд

Статистика по российскому банковскому сектору демонстрирует его фундаментальную силу в виде роста объема и качества кредитного портфеля, хотя в результате этого банки сталкиваются с проблемой низкой процентной маржи. Отчетность банков регистрирует значительный рост прибыли, однако отечественный рынок как обычно слабо реагирует на фундаментальный позитив. Тем временем, динамика акций иностранных финансовых институтов как один из ориентиров для инвесторов в бумаги российских банков в целом оставляет желать лучшего. С другой стороны, майская коррекция сделала российский банковский сектор более привлекательным. Наилучшей идеей на рынке по-прежнему являются акции Сбербанка в свете хороших результатов и приближающегося размещения части госпакета. Позитивным моментом является то, что ставится задача минимизировать давление от продажи акций на котировки, для чего планируется организовать размещение на нескольких площадках и, главное, осуществить обратный выкуп акций.

Основные тенденции

Статистика позволяет говорить о стабильном росте, но с оговорками

Последние данные ЦБ о состоянии российского банковского сектора показывают продолжение поступательного роста основных показателей. За отчетный месяц (данные на 01.05.11) рост корпоративного портфеля составил 1,7%, а розничного – весьма внушительные 2,8%. Всего же кредитный портфель вырос на 17,5% г-к-г, что в целом соответствует нашему прогнозу на 2011 год (16,9%) и пока не дотягивает до прогнозов ЦБ (20-22%). На фоне этого кредитный портфель Сбербанка за тот же период увеличился на 22,4%, демонстрируя хорошее опережение общерыночной тенденции. Между тем, картину омрачает снижение рублевых процентных ставок по корпоративным кредитам на 0,3 п.п. до минимального уровня в 8,4%. Судя по всему, увеличение кредитного портфеля в отсутствии значительного роста экономики достигается в результате ценовой конкуренции за редких качественных заемщиков, что оказывает давление на чистую процентную маржу банков. С другой стороны, негативное влияние этой ситуации на NIM и прибыльность банков в ближайшем будущем может смягчиться следующими факторами:

- Кредитные ставки с высокой долей вероятности достигли своего дна (с начала мая повышена ставка рефинансирования, Сбербанк, являющийся «законодателем» банковского рынка, может поднять свои ставки по кредитам).
- Ставки по вкладам физ. лиц стабильно снижаются в результате постепенного замещения дорогих «кризисных» вкладов. В целом, этот процесс происходил более медленно, чем падение доходности кредитных операций. Если предположить отсутствие намерения банков повышать ставки привлечения в ближайшем будущем (угроза и так невысокой NIM // темп роста вкладов пока что сопоставим с темпом роста кредитования, т.е. потребности агрессивно привлекать ресурсы нет), то вероятно инерционное снижение средней доходности вкладов еще какое-то время.
- Доля проблемной задолженности в кредитном портфеле снизилась до 5,41% (на 0,09 п.п. м-к-м и 1,18 п.п. г-к-г) как за счет ее уменьшения в абсолютном выражении, так и за счет улучшения качества кредитов. Это позволяет предположить положительный эффект от возможного роспуска части резервов на показатели прибыльности банков.

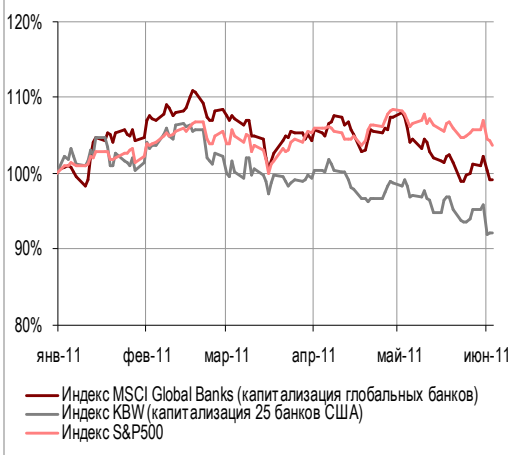
Дополнительно отметим, что рентабельность кредитных организаций по итогам первых 4 месяцев 2011 года составила 18,7% годовых с тенденцией к увеличению. С учетом всего вышесказанного, можно заключить, что российский банковский сектор фундаментально чувствует себя достаточно неплохо и претендует на наш умеренно-позитивный взгляд.

На мировой арене акции банковского сектора чувствуют себя неважно

Если обратить внимание на акции ведущих американских и европейских банков, то можно констатировать их худшую динамику по сравнению с рынком с начала года. При этом данное положение вещей в наибольшей степени возникло по итогам майской коррекции на рынке, в результате которой с равных позиций индекс MSCI Global banks ушел в отрицательную территорию, тогда как индекс S&P500 остался в плюсе. Американские банки демонстрируют плохую динамику в т.ч. на фоне поступающей в последнее время слабой статистики из США, при этом ряд банков (наиболее яркие представители - BofA и Citi) стабильно торгуются значительно ниже капитала. Недавно агентство Moody's поставило на пересмотр рейтинги как раз этих банков с возможностью понижения на основании того, что правительство США в дальнейшем ограничит свою поддержку крупным финансовым институтам, пострадавшим в кризис. Вопрос о действиях американских властей по повышению устойчивости банковской системы (в частности, увеличение уровня достаточности капитала) также стоит на повестке дня... В целом, перспективы американского банковского сектора пока не ясны.

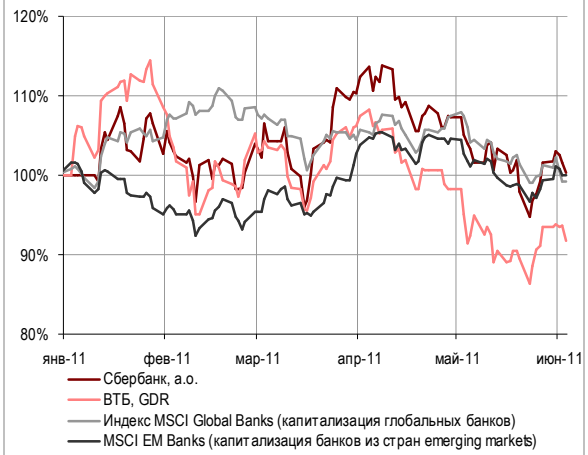
В части европейских банков многое будет зависеть от процесса развития долгового кризиса, который сейчас находится в значимой точке – предоставлении Греции новой финансовой помощи и решении вопроса о возможности реструктуризации ее обязательств. Этот фактор сейчас является определяющим: европейские банки являются держателями греческих облигаций и через это зависят как от факта спасения Греции на ближайшее время, так и от цены этого спасения (часть нагрузки могут возложить на частных держателей облигаций). Благополучное разрешение ситуации и прекращение эскалации напряженности в регионе (в т.ч. неоднократным понижением кредитных рейтингов) способно оказать поддержку котировкам акций европейских банков. Другим ценовым фактором может стать публикация результатов стресс-тестов европейских банков, но по последним данным она будет отложена до июля.

Индексы акций банков KBW & MSCI Global banks против индекса S&P500



100% по состоянию на 30.12.10

Динамика акций российских банков и индексов MSCI Global & EM Banks



100% по состоянию на 30.12.10

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Влияние на Россию. По состоянию на начало июня акции глобальных банков, банков из стран EM и российского Сбербанка синхронно оказались на уровне начала года. Дальнейшая динамика иностранных банков, скорее всего, будет оказывать значимое влияние на российских «коллег». Что касается мультипликаторов, то торгуемые отечественные банки оценены относительно несколько дешевле, чем банки из Латинской Америки, Индии и Китая. Также текущие показатели мультипликаторов ниже значений 2010 года, что выглядит перспективно на фоне роста рентабельности сектора. Мы допускаем повышательную переоценку сектора с текущих позиций.

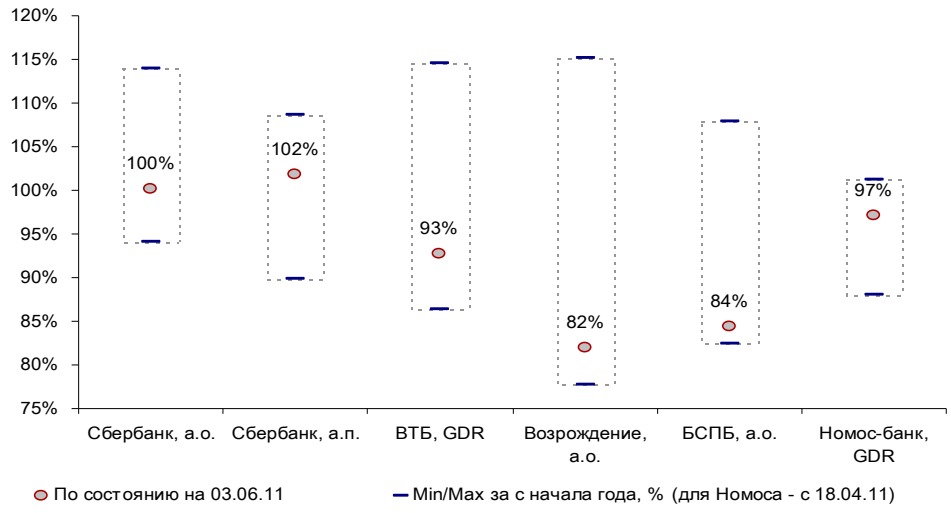
	P/BV		P/E		ROE, %	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Сбербанк	2.3	1.7	13.5	7.5	17.6	25.9
ВТБ	1.7	1.4	17.5	10.9	10.7	14.7
Возрождение	1.5	1.3	40.7	13.5	3.5	9.9
Банк Санкт-Петербург	1.7	1.3	13.9	6.3	12.8	22.8
Номос-банк	н/д	1.4	н/д	8.3	н/д	19.0
EMEA	1.4	1.4	12.0	10.5	14.1	14.8
Латинская Америка	2.4	2.2	15.0	11.3	22.8	22.5
Индия, Китай	2.1	1.8	11.0	9.0	20.1	20.5
Global banks	0.9	0.8	10.4	8.8	9.9	10.8

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

За два последних месяца российские банки стали привлекательнее

Коррекция на российских фондовых рынках привела к тому, что акции российских банков значительно отступили от максимумов текущего года. Это сделало более привлекательным вхождение в банковский сектор, который имеет значительный потенциал. Исходя из текущих котировок, достигнутых в этом году максимальных значений, мультипликаторов и фундаментальных перспектив нам больше всего симпатичны акции Сбербанка. Следует отметить, что в последнее время все чаще звучат объявления о намерении провести IPO/SPO в конце 2011 или в 2012 году (в частности, акционеры банка Санкт-Петербург планируют разместить 10% акций в форме GDR в ноябре т.г. – позитивно с точки зрения повышения ликвидности).

Колебания цен на акции российских банков



100% по состоянию на 30.12.10 (для Номоса 100% по состоянию на 18.04.11)

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Сбербанк все ближе к приватизации. В мае лидер российского банковского рынка опубликовал отчетность за I квартал по МСФО, а также провел годовое собрание акционеров. По итогам этих событий можно заключить, что Сбербанк демонстрирует приличные результаты, и по итогам 2011 года можно ожидать превышения прогноза менеджмента по чистой прибыли (250 млрд. руб.), в т.ч. за счет долгожданного роспуска резервов (пока менеджмент не планирует роспуск во 2-м квартале, качество портфеля также значительно не улучшилось). За 2010 год были выплачены рекордные дивиденды из расчета 12% от чистой прибыли, но в рамках курса по повышению привлекательности акций Сбербанка мы бы не удивились услышать в ближайшем будущем твердое обещание повысить эту долю в следующем году.

Основное внимание по-прежнему сосредоточено на размещении 7,6% акций, принадлежащих государству, предстоящей осенью. В данном направлении наблюдается значительный прогресс: организаторы размещения пока не выбраны, но заявлен ряд «методов» по продаже такого объема с минимальным влиянием на цены. Во-первых, в конце июня будут запущены программы ADR сразу на 2 зарубежных площадках объемом до 25% от капитала. Привлечение ликвидности сразу в Лондоне и во Франкфурте, в т.ч. за счет иностранных «стратегов», будет способствовать стабильности котировок. Во-вторых, и новый концептуальный момент, Сбербанк может осуществить выкуп своих акций перед размещением в целях поддержания котировок (или их повышения?), для чего уже приняты соответствующие поправки в устав. На наш взгляд, это означает тенденцию к росту акций Сбербанка до момента размещения. Основной площадкой, кстати, станет биржа ММВБ. Исходя из вышеперечисленного, мы позитивно смотрим на перспективы обыкновенных акций Сбербанка в ближайшие несколько месяцев, ожидая увидеть повышательную динамику.

Дополнительно Г. Греф заявил о логичности сокращения доли привилегированных акций в капитале банка или ее ликвидации путем конвертации в обыкновенные акции, в результате чего «префы» подскочили почти на 10%. Мы считаем рискованным отыгрывать идею сокращения спрэда, так как потенциал уже значительно снизился. К тому же, конвертация будет означает разводнение долей владельцев обыкновенных акций, а государство вряд ли намерено снижать свою долю в банке ниже контрольной в ближайшие несколько лет или менять планы по SPO осенью.

Ключевые рекомендации

Мы по-прежнему позитивно смотрим на перспективы сектора. После «просадки» до текущих уровней российские банки фундаментально стали более привлекательными. Тем не менее, не следует забывать о рисках ухудшения конъюнктуры рынка на зарубежных площадках. С другой стороны, риск также трактуется и как вероятность наступления благоприятных событий с того же фронта. Среди российских банков **Сбербанк** представляется нам наилучшей ставкой как на основе фундаментальных (хорошая отчетность и перспективы), так и спекулятивных факторов (подготовка к осенней продаже госпакета).

Основные рекомендации

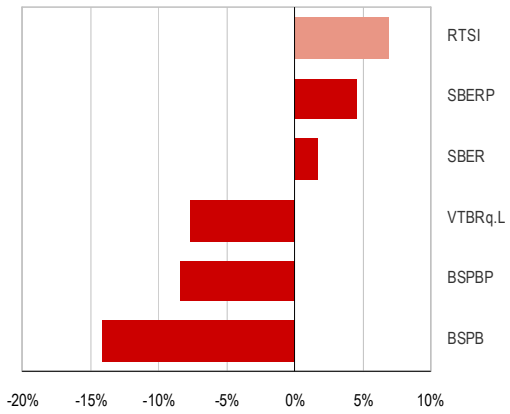
		Цена $	MCap млн. $	P/E 11	ROE, % 11	P/BV 11	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	3.5	74 902	6.8	29.6	1.7	4.1	18%	покупать
ВТБ	VTBRq.L	6.1	31 820	7.9	20.3	1.4	0.0		
Банк Санкт-Петербург	BSPB	4.8	1 659	4.8	32.4	1.1	5.4	13%	держать
Привилегированные акции									
Сбербанк п.	SBERP	2.6	128						
Банк Санкт-Петербург п	BSPBP	5.3	346				6.1	15%	держать

Финансовые показатели компаний сектора

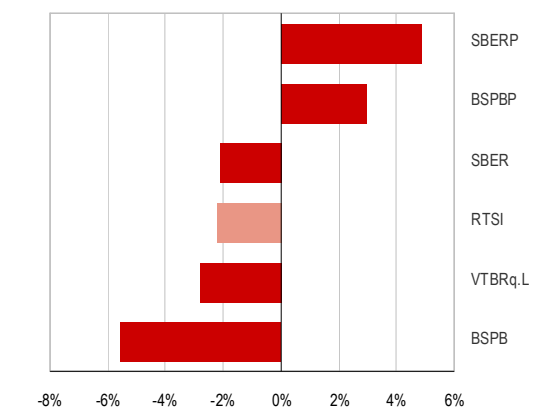
	Активы млн. $			Капитал млн. $			Чистая прибыль млн. $		
	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П
Сбербанк	234 923	274 272	340 098	25 755	31 664	42 777	768	5 105	11 032
ВТБ	119 388	140 260	167 573	16 694	17 604	22 027	-1 876	1 285	4 017
Банк Санкт-Петербург	7 790	7 900	9 779	836	905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

Динамика акций компаний сектора

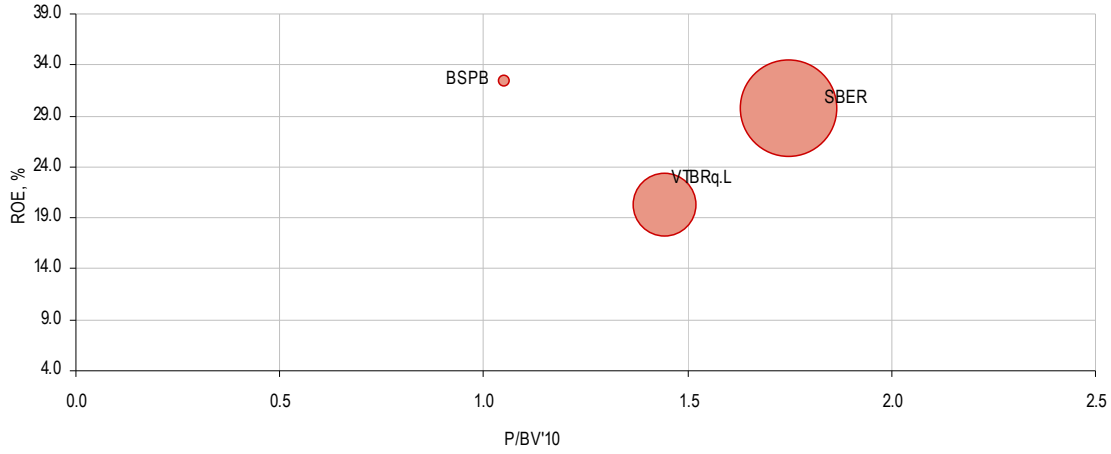
С начала года, %



За последний месяц, %



Оценка компаний сектора



Акции прочих секторов

Время еще не пришло

Объявление роста цен на удобрения для Бразилии поддержало рынок акций Уралкалия, по итогам месяца продемонстрировавших 10 % рост. В ближайшее время ожидается подписание контракта с Индией, который может стать поводом для пересмотра нашего отношения к сектору.

В мае оживился спрос и в акциях крупнейшего российского авиаперевозчика Аэрофлота. Как мы и предполагали уровни начала мая оказались благоприятными для вхождения в бумаги компании. Мы сохраняем позитивный взгляд на компанию. Тем не менее, приближение стоимости к уровням продажи акций крупным миноритарием в конце прошлого года может создать временную преграду на пути дальнейшего роста.

Минеральные удобрения

В прошлом месяце мы говорили о достаточно сдержанном отношении к сектору калийных удобрений на фоне отсутствия нового контракта с Индией, без подписания которого рост цен на других рынках представлялся нам затруднительным. Однако действительность обманула наши ожидания. Несмотря на то, что истекший два месяца назад контракт с индийской стороной так и не был продлен, представляющая интересы Уралкалия и Беларуськалия БКК объявила о повышении цен на одном из ключевых спотовых рынков – Бразилии на $ 30 за тонну (или на 6 %) до $ 540 за тонну. Рост цен на бразильском рынке хоть и не снимает неопределенность относительно индийского контракта и истекающего в этом месяце полугодового соглашения с Китаем, все же дает повод более оптимистично смотреть на состояние рынка хлористого калия. Мы не исключаем, что в случае, если соглашение с Индией в июне все же будет подписано на приемлемых для производителей условиях, наше отношение к сектору может значительно улучшиться, а целевая цена по акциям Уралкалия может быть пересмотрена на 30-40 % в сторону повышения. Впрочем, 100%-ной уверенности в таком развитии событий у нас пока нет.

Транспорт

В прошлой стратегии мы отмечали удобное время для вхождения в акции Аэрофлота. За последний месяц бумаги прибавили в стоимости более 5 %, опередив рынок. Относительно начала года компания по-прежнему торгуется в минусе.

В мае в ходе публикации финансовых результатов за 2010 г. менеджмент объявил параметры стратегии компании после объединения с активами Росавиа. В целом объявленные планы пока имеют общий характер и не добавляют прозрачности в предстоящее объединение. Тем не менее, можно отметить, что на первом этапе корпоративные преобразования приведут к снижению долга Аэрофлота на конец 2011 г. на $ 786 млн. Снижение долга произойдет за счет продажи Терминала и Норд-Авиа, в то время как из всех активов Росавиа к Аэрофлоту будет присоединена только ОАО «Россия».

Мы по-прежнему считаем акции Аэрофлота привлекательной инвестицией. Впрочем, отметим, что в настоящее время бумага вплотную приблизилась к уровню в 74-76 руб., ($ 2.5) на котором в прошлом году состоялось частное размещение пакета Аэрофлота, принадлежавшего Александру Лебедеву. Пока сохраняется вероятность новой продажи, акции могут испытывать серьезное сопротивление на подходе к вышеназванным уровням.

Автомобилестроение

Акции автомобилестроительных компаний в мае демонстрировали разнонаправленную динамику: Sollers и КАМАЗ, опережая рынок, показали рост, в то время как АвтоВАЗ оказался в списках аутсайдеров. В начале июня были подписаны новые условия промсборки с иностранными производителями, которые увеличили обязательства производителей. Увеличение требуемых объемов производства привело к активизации создания Альянсов: так Sollers будет производить автомобили совместно с Ford, Группа ГАЗ с General Motors и Volkswagen, АвтоВАЗ и КАМАЗ объединят усилия с Renault-Nissan и Mercedes-Benz.

Новостной фон последних месяцев скорее создает долгосрочные факторы роста российских компаний. Тем не менее, реализация масштабных проектов сильно зависит от долгосрочной стабильности российской экономики и возможности привлечения крупных инвестиций. На этом фоне в текущих условиях мы не ожидаем всплеска интереса к акциям компаний сектора.

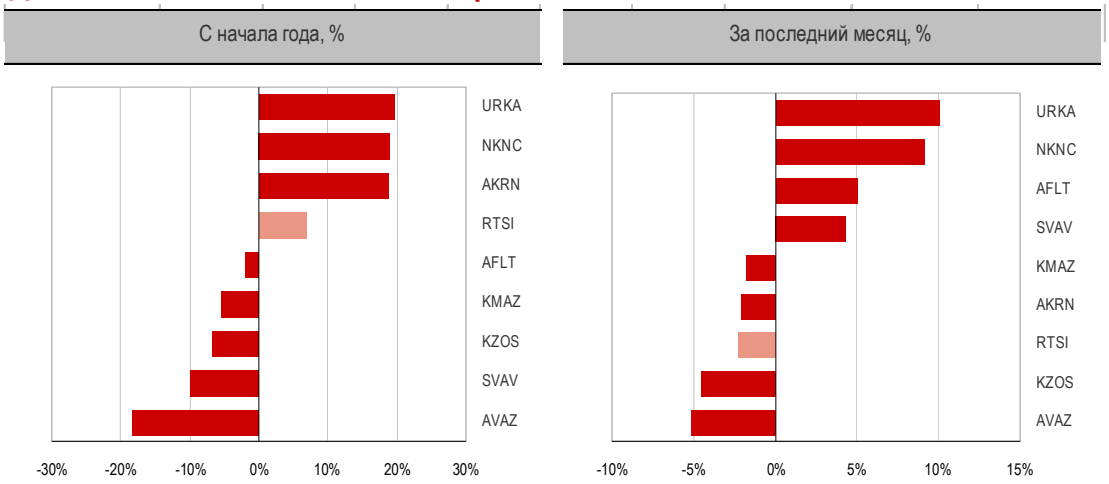
Основные рекомендации

		Цена $	MCap млн. $	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель $	Потенциал	Рекомендация
Минеральные удобрения									
Уралкалий	URKA	8.58	26 553	16.5	6.8	11.6	7.33	-15%	продавать
Акрон	AKRN	44.16	2 106	13.7	1.7	7.4	35.80	-19%	продавать
Транспорт									
Аэрофлот	AFLT	2.56	2 839	8.4	0.8	5.3	0.0		
Автомобилестроение									
КАМАЗ	KMAZ	2.2	1 581	158.1	0.6	10.7	0.0		
АвтоВАЗ	AVAZ	0.9	1 251	83.4	0.8	15.0	0.0		
Sollers	SVAV	19.0	652	124.9	0.6	8.4	0.0		
Нефтехимия									
Нижнекамскнефтех	NKNC	0.90	1 442	3.6	0.4	2.8	1.1	26%	покупать
Казаньоргсинтез	KZOS	0.2	393	3.2	0.8	3.1	0.3	18%	держать

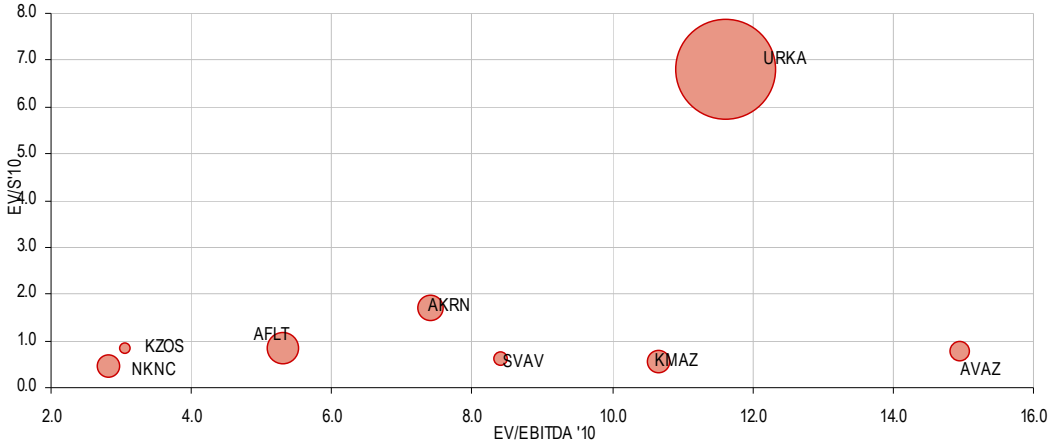
Финансовые показатели компаний сектора

	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	3 178	4 139	4 362	526	641	656	279	396	430
Казаньоргсинтез	1 105	1 576	1 605	222	429	391	33	123	119

Динамика акций компаний сектора



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

Экономика
Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@mmbank.ru

Стратегия
Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@mmbank.ru
Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Металлургия
Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения
Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Банки
Максим Кошелев
Koshelev_ME@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

Долговые рынки
Екатерина Горбунова
Gorbunova_EB@mmbank.ru
Антон Дроздов, CFA
Drozdov_AY@mmbank.ru

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

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

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