

Смена парадигмы

- В начале 2011 года мы наблюдаем фактически смену инвестиционной парадигмы – инвесторы покидают развивающиеся рынки, переориентируясь на рынки развитых стран. На наш взгляд, это объясняется не только событиями на ближнем востоке, но имеет под собой более серьезные фундаментальные причины. Эта тенденция не сулит катастрофы для EM, но их рост в этом году может оказаться ограниченным.
- Мы не верим в возможность сохранения текущих цен на нефть на протяжении длительного периода, полагая, что в этом случае начнут работать рыночные механизмы (снижение спроса, увеличение предложения). В наших моделях мы по-прежнему ориентируемся на среднесрочную цену нефти на уровне \$ 85-90 за баррель Brent. Соответственно, мы не пересматриваем наш target по индексу РТС на конец года, которые составляет 1950 пунктов.
- Укрепление рубля на фоне масштабного оттока капитала – временное явление, дающее отличную возможность для покупок валюты. Уже во втором квартале фундаментальные факторы поддержки рубля могут исчезнуть.
- Говорить о российском фондовом рынке, как о едином целом, не приходится. У нас два рынка, которые можно рассматривать в качестве инвестиционных альтернатив. Если Вы ставите на дальнейшую эскалацию напряженности на ближнем востоке, то Ваш выбор – нефтегазовые компании, несмотря на их дороговизну. Если же ближний восток Вас не пугает, и Вы ждете скорой стабилизации обстановки, то необходимо искать возможности для покупок за пределами нефтегазового сектора. Здесь мы особо выделяем металлургов. По нашим оценкам в текущих котировках нефтяных компаний заложена среднесрочная цена нефти выше \$ 100 за баррель, что является очень смелым предположением. В то же время металлурги торгуются исходя из цен на сталь примерно на 20 % ниже текущих уровней, а котировки акций угольщиков предполагают, что уголь на мировых рынках должен стоить примерно на 40 % ниже, чем сейчас. Иными словами, дорогая нефть – «в цене», а дорогие металлы ещё не учтены рынком.
- Мы считаем, что в краткосрочной перспективе более привлекательной является ставка на нефть и газ, однако уже во втором квартале лидеры и аутсайдеры рынка могут поменяться местами.
- По сравнению с предыдущей стратегией мы вносим в список наших top-picks три изменения: бумаги Северстали и ОГК-1 мы предлагаем заместить акциями МТС и ОГК-4, а подорожавшие «префы» Мечела упавшими в цене обыкновенными акциями компании. Наш текущий топ-лист выглядит следующим образом: МТС, Русгидро, ОГК-4, ОГК-5, ММК, Распадская, Мечел, UC RUSAL, X5, Башнефть.

Содержание

СТРАТЕГИЯ – март 2011	3
Смена парадигмы	
Рынок нефти	6
Почему мы не верим в дорогую нефть	
Экономика	8
Чем дороже нефть, тем сильнее отток	
Рынок акций	16
«Черное золото» защищает от мирового шторма	
Долговые рынки	22
Не будьте беспечны, ралли не вечно	
Нефть и газ	27
На нефтяном рынке по-прежнему жарко	
Металлургия	31
Есть возможности и риски	
Электроэнергетика	34
Пришло ли время покупать?	
Телекоммуникации	37
Мобильные операторы уже одни из самых дешевых в мире	
Банковский сектор	40
На пути к новым вершинам	
Потребительский сектор	42
Ожидаем разворот потребительских настроений	
Автомобилестроение	46
Хорошее начало года	
Минеральные удобрения	49
Отношение к сектору не меняется	
Транспорт	51
Авиаперевозчики вновь под давлением	
Контактная информация	53

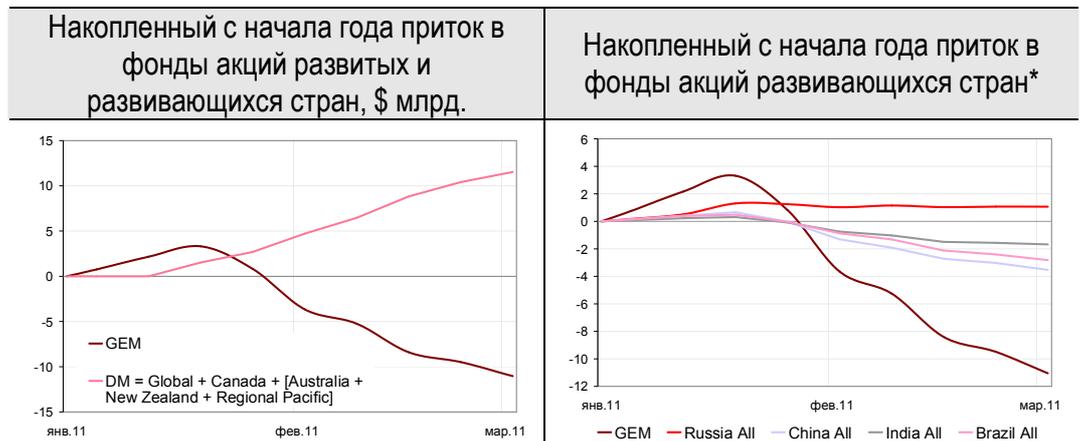
Тремасов Кирилл, к.э.н.
Tremasov_KV@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – март 2011

Смена парадигмы

Утверждение о том, что развивающийся мир стал главным локомотивом мировой экономики, в последние годы является общим местом. Пост-кризисное восстановление лишний раз убедило инвесторов в справедливости этого тезиса. Действительно, развивающиеся страны в целом более спокойно пережили кризис и раньше развитого мира начали процесс восстановления. Многим развивающимся экономикам удалось успешно «отстыковаться» или, точнее, существенно снизить свою зависимость от спроса американских потребителей, переориентировавшись на внутренний спрос и взаимную торговлю. На фоне этих макро процессов парадигма приоритетности инвестиций в emerging markets стала доминирующей у инвесторов, что нашло своё отражение в опережающей динамике фондовых индексов EM.

Однако в начале 2011 года эта, казалось, не вызывающая сомнений парадигма, неожиданно дала сбой. Фактически с начала года мы наблюдаем изменение инвестиционных приоритетов – деньги покидают emerging markets и устремляются на развитые рынки. Ничего подобного мы не наблюдали уже много лет!



* - приток в фонды акций развивающихся стран рассчитан как сумма притока в специализированные фонды по каждой стране и доля от притока в GEM

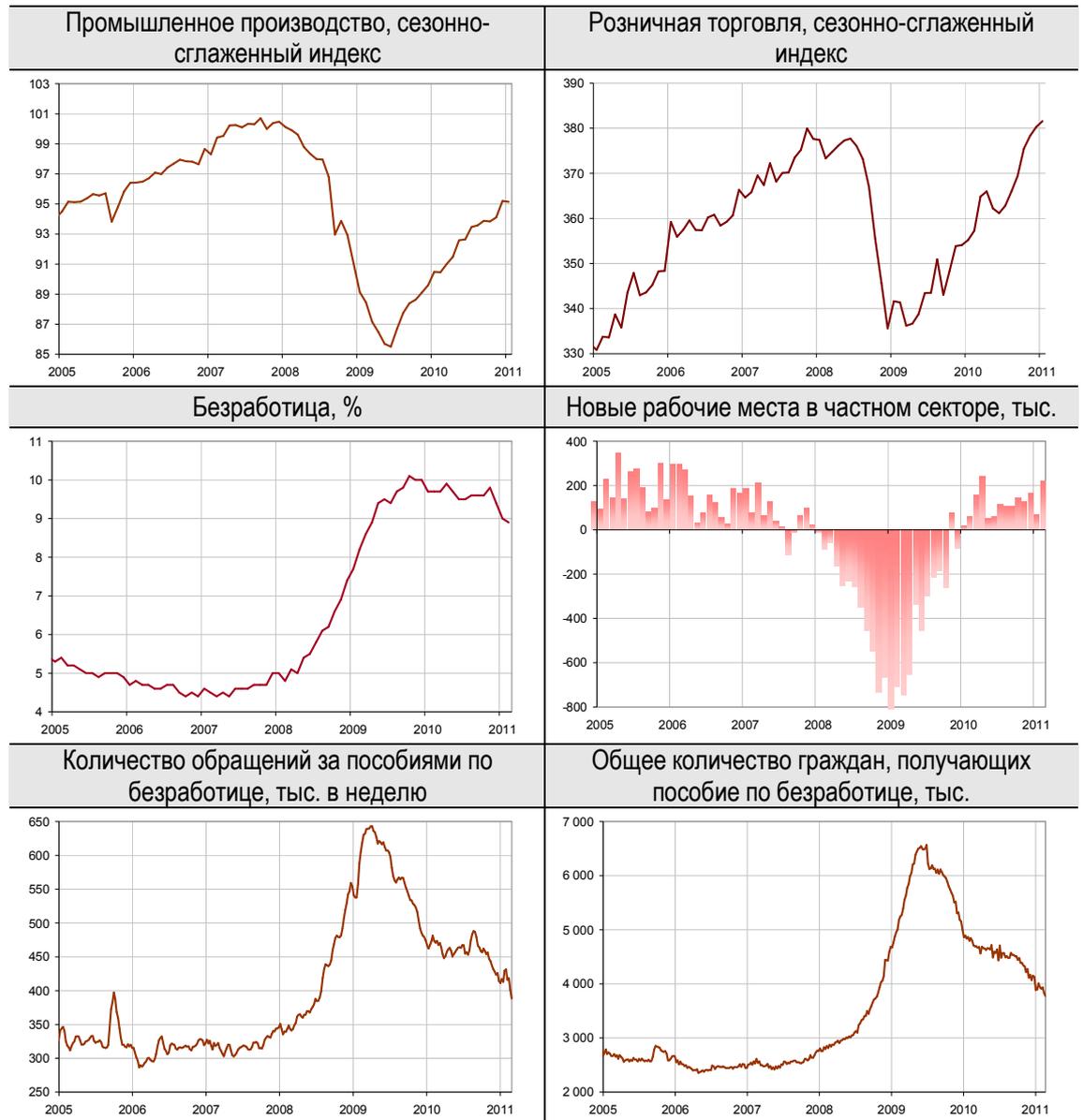
Источники: EPFR, Аналитический департамент Банка Москвы

Безусловно, главной причиной изменения вектора денежных потоков является ситуация на ближнем востоке, которая негативным образом влияет на аппетит инвесторов к риску. Однако помимо конъюнктурных факторов у данной тенденции есть и более серьёзное фундаментальное обоснование, а именно, значительно улучшившиеся макропоказатели развитых стран.

После бурного роста в прошлом году в текущем году экономики развивающихся стран начинают замедляться; всё более очевидным становится охлаждение Китая. В то же время развитые страны, напротив, набирают обороты, и в этом году будут вполне сопоставимы по темпам роста с развивающимися странами.

Особенно впечатляюще выглядит экономическая ситуация в США. Да, рынок недвижимости и строительный сектор в США пока что находятся на дне, однако, если посмотреть на динамику промышленного производства и розничной торговли, то можно говорить об уверенном восстановлении экономики. Но наиболее важный момент в анализе американской экономики – это состояние рынка труда. Ещё в конце прошлого года никаких поводов для оптимизма здесь не наблюдалось, однако в январе-феврале ситуация, похоже, переломилась – безработица резко упала с 9.8 % в ноябре до 8.9 % по итогам февраля, процесс создания новых рабочих мест ускорился, а количество обращений за пособиями по безработице прочно закрепилось на уровне ниже 400 тыс. обращений в неделю (докризисное значение этого показателя – 300-350 тыс.). Если наблюдаемые тенденции сохранятся, то уже по итогам этого года рост ВВП США может приблизиться к 4 %, а безработица опуститься до 7 %.

Экономика США набирает обороты



Источники: EPFR, Аналитический департамент Банка Москвы

У развитых стран в сравнении с развивающимися есть ещё одно серьёзное преимущество, крайне актуальное в настоящий момент. Речь идет об инфляционных рисках. Многие развивающиеся страны, начав выход из кризиса раньше, к настоящему моменту оказались перегретыми и уже в полной мере испытывают на себе все «прелести» инфляции. В то же время США, напротив, продолжают политику стимулирования, и пока что не дают даже намека на повышение ставок. Конечно, в будущем политика ФРС может привести к серьёзному инфляционному всплеску и спровоцировать новый кризис в мировой экономике (кредитно-денежные стимулы могут быть эффективны лишь в краткосрочной перспективе, но не влияют на потенциальный выпуск в долгосрочном плане), но развитие этого цикла может занять не один год. В настоящий же момент, инфляционная картина в США является неоспоримым аргументом в пользу инвестиций в эту страну.

Анализируя ниже приведенные таблицы, менеджеры глобальных фондов вполне могут задаться резонным вопросом: зачем мне покупать развивающиеся страны с 4-процентным ростом экономики и 4-6-процентной инфляцией, если есть США, с ростом ВВП на уровне 3-4 % и с подавленной потребительской инфляции в пределах 2 %, притом что премия в цене фондовых активов США к emerging markets в ряде случаев отсутствует (как, например, в случае с Мексикой и Индонезией), а в ряде случаев столь незначительна, что явно не соответствует институциональным рискам (Турция, Бразилия)?

EM vs DM (консенсус-прогнозы)

	ВВП, % год к году			Инфляция, %			P/E		
	2010	2010	2011 П	2012 П	2011 П	2012 П	2010	2011 П	2012 П
США	2.8	3.2	3.2	1.6	1.9	2.0	15.6	13.8	12.2
Германия	3.6	2.6	2.0	1.2	1.9	1.9	14.5	11.1	9.9
Россия	4.0	4.2	4.4	6.9	9.1	8.0	9.6	6.8	6.0
Турция	8.1	4.6	5.0	8.6	6.3	6.4	10.2	9.6	8.4
Бразилия	7.6	4.5	4.5	5.0	5.0	4.5	12.2	10.7	9.2
Мексика	5.5	4.0	3.8	4.2	3.7	3.7	17.5	14.8	13.6
Южная Корея	6.1	4.3	4.8	3.5	3.6	3.3	14.6	10.2	9.1
Индонезия	6.1	6.4	6.3	5.1	6.7	6.1	19.6	14.0	11.7

Источники: Bloomberg

Россия – два рынка

Российский фондовый рынок ещё в прошлом году совершенно четко разделился на нефтегазовый сектор и всё остальное. В этом году это разделение стало ещё более очевидным. Всё, что за пределами нефтегаза – это классический emerging market, который движется вместе со всеми EM. Его основным драйвером является отношение инвесторов к риску. Поведение нефтегазового сектора принципиально отличается от динамики EM, здесь основной фактор – это цены на нефть. На нынешнем этапе, когда высокие цены на нефть означают нестабильность и низкий аппетит к риску, динамика российского нефтегазового сектора ближе к динамике DM. В других условиях, когда ситуация на ближнем востоке стабилизируется вместе с ценами на нефть, российские нефтегазовые компании вновь вернутся к самостоятельной жизни, ориентируясь на внутренние факторы, прежде всего, грядущее изменение налогового режима.

Мы считаем, что сейчас совершенно несправедливо говорить о российском фондовом рынке, как о едином целом. У нас два рынка, которые можно рассматривать в качестве инвестиционных альтернатив. Если Вы ставите на дальнейшую эскалацию напряженности на ближнем востоке, то это будет означать низкий аппетит к риску и высокие цены на нефть. В этом случае выбор очевиден – нефтегазовые компании, несмотря на их дороговизну.

Если же ближний восток Вас не пугает, и Вы ждете скорой стабилизации обстановки, то необходимо искать возможности для покупок за пределами нефтегазового сектора. Здесь мы особо выделяем металлургов. По нашим оценкам в текущих котировках нефтяных компаний заложена среднесрочная цена нефти выше \$ 100 за баррель. На наш взгляд, это очень смелое предположение. В то же время металлурги торгуются исходя из цен на сталь примерно на 20 % ниже текущих уровней, а котировки акций угольщиков предполагают, что уголь на мировых рынках должен стоить примерно на 40 % ниже, чем сейчас. Иными словами, дорогая нефть – «в цене», а дорогие металлы ещё не учтены рынком.

Мы считаем, что в краткосрочной перспективе более привлекательной является ставка на нефтегазовую составляющую российского фондового рынка. Действительно, трудно предположить, что ситуация на ближнем востоке быстро нормализуется. В этих условиях акции нефтяных компаний если и не покажут сильный рост, то, по крайней мере, будут служить защитным активом (Газпром, Лукойл, Роснефть). Серьезного фундаментального потенциала в этих бумагах мы не видим, т.к. не верим в устойчивость текущих уровней нефтяных цен (подробнее см. нашу следующую статью). Нет в этих бумагах и каких-то конъюнктурных идей, не связанных с ценой нефти. Единственной, более-менее «идейной» бумагой в нефтянке мы видим Башнефть, что связано с перспективами развития компании (Башнефть остается в списке наших топ-рекомендаций).

А вот за пределами нефтегазового сектора сейчас достаточно хороший выбор фундаментально недооцененных имен (более подробно см. «Рынок акций»). Учитывая, что аппетит к риску остается невысоким, а переток денег с EM на DM продолжается, коррекция в этом сегменте (электроэнергетика, металлургия, банки, потребсектор) может ещё продлиться какое-то время. Мы рекомендуем использовать эту коррекцию для покупок, полагая, что уже во втором квартале лидеры и аутсайдеры рынка могут поменяться местами.

Изменений в наши targets мы пока не вносим, ориентируясь на среднесрочную цену нефти в диапазоне \$ 85-90 за баррель (Brent). Наш target по индексу РТС на конец года составляет 1950 пунктов.

Что будет происходить с нефтяным рынком, и способен ли нынешний уровень цен на «черное золото» оказать существенное влияние на фундаментальную стоимость (и соответственно, создать надежную базу для дальнейшего роста капитализации) российских (мировых) нефтегазовых компаний? В последнее время эти вопросы чаще других звучат в адрес нефтяных аналитиков и экспертов всех стран и континентов. Осознавая, что многовариантность возможного дальнейшего развития на Ближнем Востоке (основной возмутитель спокойствия на нефтяном рынке в начале 2011 года) снижает степень достоверности каких-либо прогнозов, тем не менее, приведем те аргументы, которые, по нашему мнению, являются свидетельством спекулятивной, а не фундаментальной природы нынешнего роста цен на углеводороды.

Очевидно, что причины зимнего ралли в ценах на нефть (до \$ 115 за баррель по сорту Brent, что примерно на четверть выше, чем в декабре 2010 года) связаны с двумя базовыми факторами: опасение появления на мировом рынке дефицита нефти из-за событий на Ближнем Востоке и сохраняющийся на рынке высокий уровень ликвидности. Способны ли эти факторы оказывать долгосрочное влияние на нефтяные цены и на уровень fair value по бумагам нефтегазового сектора? Наш ответ скорее нет, чем да. Это связано с тем, что, по нашим оценкам, влияние уже затронутых волнением стран (прежде всего, Ливии) на текущий нефтяной баланс является ограниченным. Даже при самом неблагоприятном развитии событий (полная остановка добычи в Ливии) общее снижение предложения может составить всего 1.7 млн баррелей в сутки, что с лихвой может быть компенсировано за счет использования недозагруженных мировых добывающих мощностей (порядка 5 млн баррелей в сутки). Сохранение проблем в Египте опасно не столько возможной остановкой добычи в этой стране (не превышает 0.8 млн баррелей в сутки), сколько возможным разрушением транзитной инфраструктуры (Суэцкий канал и нефтепровод Sumed), что может снизить мировое предложение примерно на 2.5 млн баррелей в сутки, что очевидно не является критическим для мирового энергетического баланса. Возможные волнения в Йемене представляют угрозу для транспортных потоков через Баб-эль-Мандебский пролив – важную транспортную артерию для поставок ближневосточной нефти в ЕС и восточноафриканской нефти (Судан) в Китай. Суммарный объем транспортировки оценивается на уровне 4 млн баррелей в сутки. Таким образом, если волнения не перекинутся на более значимые с точки зрения объемов нефтедобычи страны MENA (прежде всего, Саудовскую Аравию, которая является не только вторым после РФ производителем нефти в мире, но и владельцем 2/3 свободных мировых мощностей, Иран, ОАЭ и Кувейт), то никаких значительных потрясений в структуре мировых поставок нефти не произойдет.

При этом традиционные индикаторы, используемые для определения уровня справедливых цен на нефть с осени прошлого года не претерпели никаких существенных изменений. Уровень загрузки НПЗ в США находится на достаточно низкой отметке – 79 % (в 2004-2006 гг., показатель utilization rate составлял около 95 %), объемы коммерческих запасов нефти в странах OECD – порядка 1 млрд баррелей (чуть выше средних значений за последние 4 года). При этом Китай, основной маржинальный потребитель на нефтяном рынке, стабилизировал уровни месячного импорта около отметки 21-22 млн тонн.

На этом фоне наблюдается увеличение предложения добычи нефти: так, в январе 2011 года добыча странами ОПЕК превысила уровень 27 млн баррелей в сутки (максимальный уровень за два последних года) в т.ч. Ирак сумел нарастить добычу на 10 % (до 2.7 млн баррелей в сутки).

При этом, исходя из ожидаемых в этом году темпов роста номинального мирового ВВП на уровне 5.5 % (исторически этот показатель имеет высокую, около 83 %, корреляцию с ценами на нефть) и текущего уровня предельных маржинальных издержек, справедливые цены на нефть в 2011-2012 гг. не должны превышать \$ 85 за баррель.

О спекулятивной составляющей в цене crude oil следует сказать особо: в настоящее время суммарный объем открытых биржевых позиций по основным биржевым сортам черного золота многократно превышает объем физических поставок, а значит общая ситуация на финансовых рынках оказывает влияние и на рынок нефти. Как следствие, в случае ужесточения монетарной политики американскими властями приток «горячих денег» может смениться оттоком. При этом прирост нефтяных цен на \$ 10 за баррель свыше уровня \$ 80 за баррель «съедает» примерно 0.2-0.5 % прироста мирового ВВП. Как следствие, даже несмотря на недавние заявления министра

финансов США Тимоти Гайтнера о том, что американская экономика в настоящее время является сильной, дабы не заметить негативного влияния от увеличения нефтяных цен (помнится, аналогичные заявления звучали из уст его предшественника Генри Полсона в конце зимы 2008 года), риски возникновения новой рецессии вследствие лавинообразного роста сырьевых цен, безусловно, присутствуют. Таким образом, монетарные власти будут принимать усилия по стабилизации нефтяного рынка, в том числе и за счет ужесточения правил торговли нефтяных фьючерсов.

Отметим, что уровень нефтяных цен оказывает значительное влияние на уровни targets по компаниям сектора: в последние годы зависимость между котировками Brent и ценой акций ВИНКов (даже несмотря на высокую налоговую нагрузку, увеличение капитальных и операционных издержек, а также укрепление курса рубля) является достаточно высокой (коэффициент регрессии между вышеуказанными параметрами является значимой величиной: от 79-93 %).

Мы приводим матрицу чувствительности целевых уровней нефтяных компаний к цене на нефть на основе исторически полученных коэффициентов регрессии по каждой бумаге. При этом распространенное мнение о том, что одним из бенефициаров нынешнего роста цен на нефть может стать Газпром не подтверждается историческими данными: зависимость между котировками Brent и бумагами GAZP к настоящему моменту является невысокой (коэффициент детерминации не превышает 50 %).

Матрица чувствительности целевых уровней нефтяных компаний к цене на нефть, \$ за акцию

цена на нефть, \$ на баррель	Роснефть	ЛУКОЙЛ	Сургутнефтегаз	Газпром нефть	Татнефть
55	5.2	47.2	0.70	3.6	3.1
60	5.7	51.5	0.75	3.8	3.4
65	6.1	55.9	0.80	4.1	3.6
70	6.5	60.2	0.85	4.3	3.9
75	6.9	64.5	0.91	4.5	4.2
80	7.3	68.9	0.96	4.8	4.4
85	7.7	73.2	1.01	5.0	4.7
90	8.1	77.5	1.06	5.3	5.0
95	8.5	81.9	1.11	5.5	5.3
100	8.9	86.2	1.17	5.8	5.5
105	9.3	90.5	1.22	6.0	5.8
110	9.7	94.9	1.27	6.2	6.1
115	10.2	99.2	1.32	6.5	6.3

Источники: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Как видно из приведенной выше матрицы самая низкая чувствительность к ценам на нефть наблюдается у бумаг Сургутнефтегаза (влияние «денежного мешка») и Газпром нефти (вследствие низкой ликвидности), fair value остальных нефтяных компаний пропорционально меняется вслед за динамикой нефтяного рынка. Как бы то ни было, мы полагаем, что в условиях неопределенности относительно сроков сохранения нестабильности на Ближнем Востоке инвестиции в российские нефтяные компании на нынешних ценовых уровнях выглядят достаточно рискованными. Разворот вниз на рынке нефти, который неизбежно произойдет после того, как революционный пожар в странах MENA будет потушен, может стать причиной коррекции в нефтяных бумагах, и в нынешней ситуации разумнее будет отдавать предпочтение другим секторам.

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

Экономика**Чем дороже нефть, тем сильнее отток**

Восстановление экономики продолжается, но характеризуется невысокими темпами и сохраняющейся неустойчивостью. Высокие инфляционные риски и отток капитала остаются ключевыми экономическими проблемами, оказывающими крайне негативное влияние на динамику восстановления экономики.

Февральский успех в борьбе с инфляцией является тактической победой и связан с применением «тяжелой артиллерии». Инфляционные риски остаются высокими, и говорить о переломе негативной тенденции ещё рано.

Укрепление рубля на фоне масштабного оттока капитала – временное явление, дающее отличную возможность для покупок валюты. Уже во втором квартале фундаментальные факторы поддержки рубля могут исчезнуть.

Экономика – до полного восстановления ещё далеко

Несмотря на слабые итоги января (см. наш daily от 18.02), можно говорить о продолжающемся восстановлении российской экономики. Однако это восстановление носит очень неуверенный характер.

Для более наглядного представления наблюдаемых в экономике трендов мы рассчитали ключевые макропоказатели накопленным итогом за последние 12 месяцев (см. графики). Такая форма представления позволяет сгладить колебания и четко понять, в какой стадии восстановления мы находимся. Выводы достаточно неутешительные.

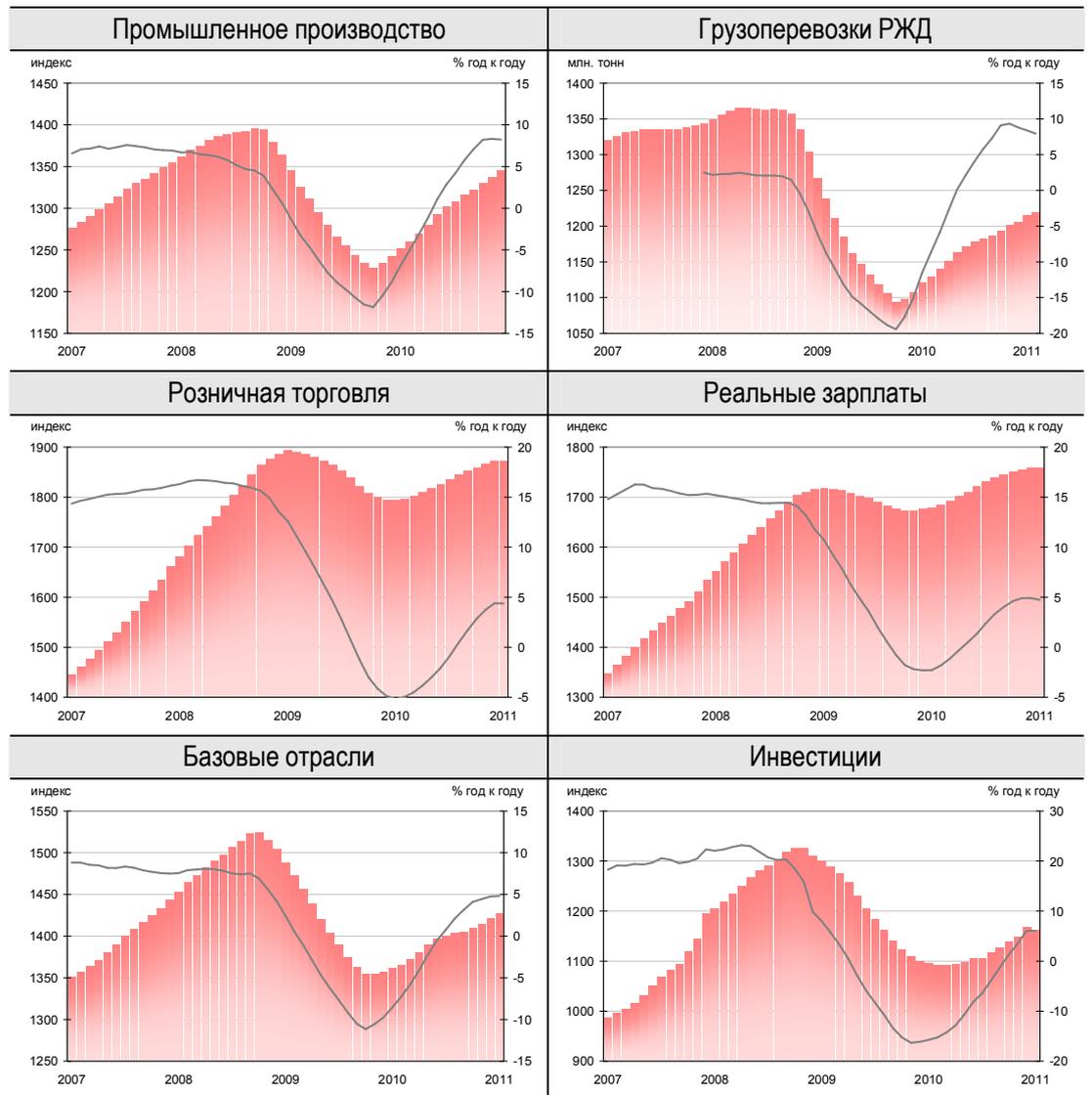
В секторе розничной торговли докризисные уровни так и не достигнуты, при этом в последние месяцы рост практически прекратился. Если в докризисные времена темпы роста превышали 15 % в год, то сейчас они находятся ниже 5 % и к концу года могут ещё опуститься. Похожую динамику демонстрируют и реальные зарплаты – здесь также наблюдается трехкратное снижение темпов роста по сравнению с докризисными временами и практически полная остановка роста в последние месяцы. Отметим, что это сейчас, пожалуй, единственный макропоказатель, который превышает докризисные значения. Объяснение кроется в бюджетной политике, которая в период кризиса была направлена на стимулирование внутреннего спроса. Но, как мы теперь можем убедиться, эта политика себя не оправдала – рост доходов населения не смог в полной мере поддержать экономику. Значительная часть дополнительных доходов была направлена на стимулирование импорта и в сбережения, которые пока никак не могут трансформироваться в инвестиции.

О каком-либо восстановлении инвестиционной активности говорить не приходится. Этот показатель (инвестиции в основной капитал) сейчас на 12 % ниже докризисных максимумов. В 4-м квартале прошлого года имел место резкий всплеск инвестиций, однако в начале этого года тенденция не получила развития (скорее всего, и всплеск и спад связаны с несовершенством статистического учета). В отличие от докризисных темпов роста инвестиций на уровне 20-25 %, сейчас мы наблюдаем годовую динамику 5-6 %.

Промышленное производство – один из немногих макропоказателей, демонстрирующих уверенный рост. Однако на фоне слабости потребительского и инвестиционного спроса этот рост выглядит удивительным. Скорее всего, мы имеем дело с очередной волной наращивания запасов, что не позволяет говорить о промышленном росте как об устойчивом явлении. Достаточно слабая динамика восстановления железнодорожных грузоперевозок – ещё одно свидетельство неустойчивости промышленного подъема.

Может ли резкое улучшение сырьевой конъюнктуры, наблюдаемое в начале года, придать импульс экономике? Ответ на этот вопрос неочевиден. Главные опасения у нас вызывают сохраняющиеся высокие инфляционные риски и масштабный отток капитала.

Восстановление экономики после кризиса (все показатели приведены накопленным итогом за последние 12 месяцев)



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Укрепление рубля на фоне оттока капитала – временное явление

В февральской Стратегии мы предполагали, что отток капитала из РФ в начале года прекратился. Однако опубликованные впоследствии данные по интервенциям ЦБ и торговому балансу наглядно показали, что наше предположение было ошибочным. Отток капитала не только не замедлился по сравнению с 4-м кварталом 2010 г., когда из страны утекло \$ 22.7 млрд, но, напротив, ускорился.

В январе-феврале золотовалютные резервы ЦБ выросли на \$ 14.5 млрд. Стоимость золота в ЗВР за это время практически не изменилась, а вот евро и фунт заметно подорожали по отношению к доллару (на 3.2 % и 4.3 % соответственно). Изменение курсов этих валют увеличило стоимость резервов ЦБ примерно на \$ 8.5. Таким образом, покупку валюты Центробанком можно оценить на уровне \$ 6 млрд.

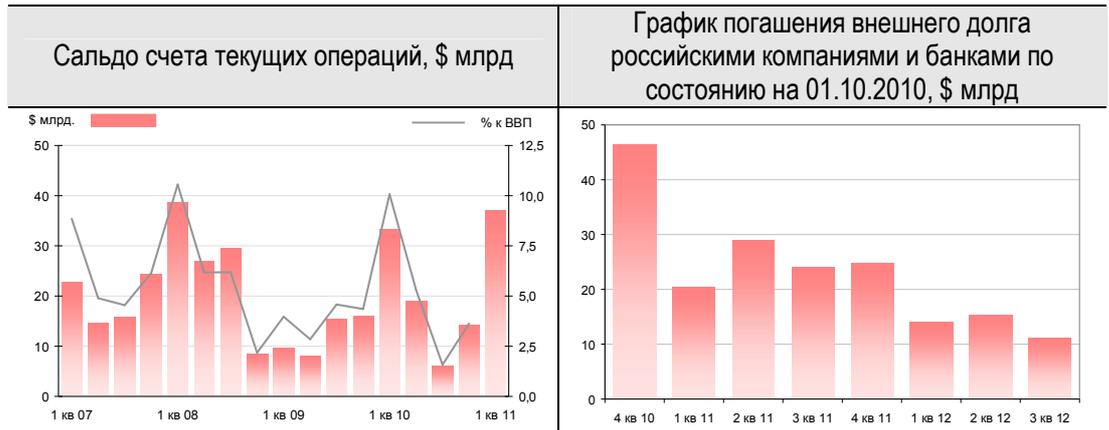
Приток валюты по счету текущих операций в начале года был рекордным. По нашим оценкам, профицит торгового баланса в январе-феврале мог достичь \$ 40 млрд, а сальдо счета текущих операций - \$ 28 млрд. Но, как мы выяснили выше, из этих \$ 28 млрд., поступивших в страну по счету текущих операций, Центробанк приобрел только \$ 6 млрд. Таким образом, грубая оценка чистого оттока капитала за два месяца составляет \$ 22 млрд – т.е. сопоставимо с оттоком за весь предыдущий квартал!

Главной причиной оттока капитала мы считаем снижение относительной инвестиционной привлекательной российской экономики в сравнении с развитым миром. Ухудшение инвестиционной привлекательности России связано как с макроэкономическими факторами (слабая динамика восстановления после кризиса), так и с ростом политической неопределенности

в преддверии выборов. В то же время повышение инвестиционной привлекательности западных стран, в первую очередь США, обусловлено значительным улучшением макроэкономических показателей.

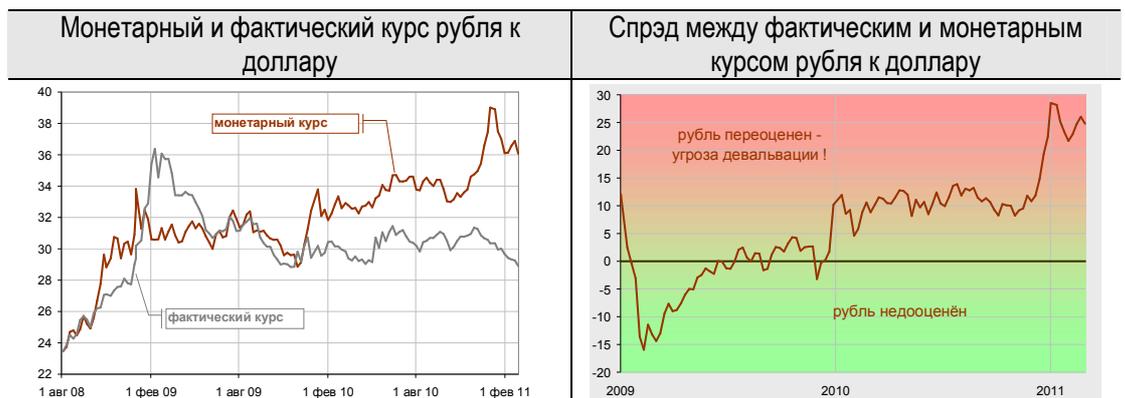
Отток капитала – это тенденция, которая, по-видимому, будет доминировать в течение всего года. Мы признаем наш годовой прогноз (нетто-приток в размере \$ 30 млрд) ошибочным и намерены его скорректировать после подведения итогов 1-го квартала. Скорее всего, по итогам года нас вновь ждет отток. При ухудшении внешней конъюнктуры отток капитала может ещё больше усилиться, т.к. резкое укрепление рубля создало очень хорошие возможности для захода в доллар и евро.

Действительно, уже со второго квартала состояние платежного баланса начнет меняться в негативную для рубля сторону. Сальдо счета текущих операций имеет четкие сезонные закономерности – в 1-м квартале профицит максимален, во 2-м квартале он резко сокращается, а в 3-м квартале бывает близок к нулю.



Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

В 1-м квартале профицит счета текущих операций составит, по нашим оценкам, \$ 35-40 млрд, а во 2-м квартале может сократиться до \$ 20 млрд (при сохранении нынешних цен на нефть). Таким образом, текущего профицита будет уже недостаточно для покрытия оттока капитала, если, конечно, он не уменьшится. Но для этого особых предпосылок не видно. Напротив, 2-й квартал будет характеризоваться более высоким объемом внешних выплат (увеличение объемов погашения внешних долгов примерно на \$ 10 млрд по сравнению с 1-м кварталом). Так что уже во втором квартале могут появиться фундаментальные факторы для изменения трендов на валютном рынке. Мы полагаем, что укрепление рубля прекратится в ближайшее время, а в перспективе 1-3 месяцев тренды на валютном рынке развернутся, если, конечно, нефть не улетит к \$ 150 за баррель – в этом случае профицита счета текущих операций будет достаточно для компенсации оттока капитала, и давления на рубль не возникнет.



Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

Своими действиями Центробанк четко показывает, что ради борьбы с инфляцией готов перейти к более гибкой курсовой политике. Нас неизбежно ждет повышение волатильности валютного курса, при этом, учитывая отрыв текущих курсов от их монетарных значений, к которым они были фактически привязаны на протяжении докризисного периода, грядущая волатильность может оказаться очень значительной.

При резком снижении цен на нефть хотя бы до \$ 70-80 за баррель возможен резкий рост напряженности на денежном рынке, падение акций и облигаций и мини-девальвация рубля.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-фев.11	2011 П	2012 П	2013 П
РЫНОК НЕФТИ (Urals, \$/баррель)									
среднегодовой	60.9	69.4	93.8	60.8	78.2	97.5	82.5	85.0	87.5
на конец года	55.1	91.6	34.8	77.2	91.7	110.5	85.0	85.0	87.5
среднегодовой (рублей за баррель)	1 654	1 774	2 334	1 933	2 376	2 889	2 390	2 365	2 351
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	605	698	872	974	1 226	1 370	1 500	1 400	1 400
на конец года	637	839	882	1 097	1 421	1 411	1 450	1 400	1 400
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	24 160	35 838	21 253	14 757	21 887	26 943	23 500	24 000	24 500
на конец года	34 025	27 200	11 700	18 525	24 750	28 990	23 750	24 250	24 750
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	6 736	7 009	6 879	5 193	7 560	9 693	8 250	8 500	8 750
на конец года	6 308	6 755	3 070	7 375	9 600	9 885	8 300	8 600	8 750
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	2 595	2 661	2 620	1 705	2 200	2 499	2 500	2 600	2 675
на конец года	2 803	2 410	1 540	2 230	2 480	2 600	2 550	2 650	2 700
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	3 250	3 234	1 902	1 688	2 185	2 445	2 550	2 650	2 750
на конец года	4 230	2 430	1 208	2 560	2 454	2 520	2 600	2 700	2 800
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	56	73	171	60	135	168	160	168	175
на конец года	64	90	68	88	155	179	165	170	178
Сталь (LME), \$/тонна									
среднегодовой				361	488	566	520	580	615
на конец года			380	410	547	556	550	600	625
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.35	1.35	1.38	1.40
на конец года	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.38	1.35	1.38	1.40
Доллар/рубль									
среднегодовой	27.14	25.55	24.87	31.77	30.38	29.62	28.97	27.83	26.87
на конец года	26.33	24.55	29.38	30.24	30.48	28.94	28.51	27.38	26.69
Евро/рубль									
среднегодовой	34.11	35.03	36.45	44.20	40.22	40.10	39.11	38.26	37.62
на конец года	34.70	35.93	41.44	43.39	40.33	40.01	38.49	37.65	37.37
Бивалютная корзина (\$-0.55; €-0.45)									
среднегодовой	30.28	29.82	30.08	37.36	34.80	34.34	33.53	32.52	31.71
на конец года	30.10	29.67	34.81	36.16	34.91	33.92	33.00	32.00	31.50
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ									
FED Funds rate	5.25	4.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	1.00	2.50
3m USD LIBOR									
среднегодовой	5.19	5.30	2.93	0.73	0.34	0.31	0.35	0.70	2.25
на конец года	5.36	4.70	1.42	0.25	0.30	0.31	0.35	1.15	3.00
Ставки Банка России									
ставка рефинансирования	11.00	10.00	13.00	8.75	7.75	8.00	8.25	8.00	7.50
ставка по однодневным депозитам	2.25	2.75	6.75	3.50	2.75	3.00	3.25	2.75	2.25
мин. ставка прямого РЕПО	6.00	6.00	9.00	6.00	5.00	5.25	5.50	5.25	4.75
UST 10									
среднегодовой	4.79	4.63	3.65	3.25	3.20	3.46	3.50	4.00	4.00
на конец года	4.70	4.03	2.22	3.84	3.30	3.42	3.50	4.00	4.00
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой	5.93	5.80	6.78	7.42	4.92	4.85	4.75	4.85	5.00
на конец года	5.66	5.53	9.98	5.40	4.80	4.76	4.75	5.00	5.00
спрэд к UST-10, б. п.	95	150	775	156	151	134	125	100	100
Портфель ОФЗ									
среднегодовой	6.80	6.59	7.47	10.11	7.48	7.50	8.00	7.75	7.25
на конец года	6.57	6.53	9.11	8.64	7.43	7.48	8.00	7.75	7.25
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	1 922	2 291	632	1 445	1 773	1 970	1 950	-	-
% год к году	70.7	19.2	-72.4	128.6	22.7	11.1	10.0	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2006	2007	2008	2009	2010	Янв.11	2011 П	2012 П	2013 П
ВВП									
реальный, % год к году	8.2	8.5	5.2	-7.8	4.0	4.3	4.1	4.5	6.0
индекс-дефлятор, % год к году	15.2	13.8	17.9	2.0	10.3	-	11.5	11.0	10.8
номинальный, млрд руб.	26 917	33 248	41 265	38 797	44 491	3 367	51 432	59 404	69 384
% год к году	24.6	23.5	24.1	-6.0	14.7	14.9	15.6	15.5	16.8
номинальный, \$ млрд	992	1 301	1 659	1 221	1 465	112	1 776	2 135	2 582
% год к году	30.0	31.2	27.5	-26.4	19.9	14.3	21.2	20.2	20.9
на душу населения, \$ тыс.	7.0	9.2	11.7	8.6	10.3	0.8	12.5	15.1	18.2
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	6.3	6.8	0.6	-9.3	8.2	6.7	4.4	3.7	3.8
обрабатывающая промышленность	8.4	10.5	0.5	-15.2	11.8	13.5	6.0	4.8	5.0
добыча полезных ископаемых	2.8	3.3	0.4	-0.6	3.6	3.5	2.1	2.0	2.1
производство электроэнергии, воды и газа	3.4	-0.6	0.6	-3.9	4.1	-3.4	2.5	2.2	2.0
Добыча нефти									
% год к году	2.2	2.3	-0.7	1.3	2.2	1.7	0.1	0.1	-0.4
млн т	480	491	488	494	505	43	506	507	505
млн баррелей в сутки	9.65	9.87	9.78	9.93	10.15	10.21	10.16	10.14	10.13
Добыча газа									
% год к году	2.4	-0.5	1.8	-12.4	11.7	-0.4	1.4	0.2	1.3
млрд куб. м	656	653	665	582	650	64	659	661	669
млн б. н. э. в сутки	10.58	10.53	10.69	9.39	10.49	12.09	10.63	10.62	10.79
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	14.1	16.1	13.5	-4.9	4.4	0.5	5.0	8.0	10.0
млрд руб.	8 712	10 869	13 921	14 603	16 436	1 346	18 671	21 985	26 107
% год к году	23.7	24.8	28.1	4.9	12.6	12.8	13.6	17.8	18.8
% к ВВП	32.4	32.7	33.7	37.6	36.9	40.0	36.3	37.0	37.6
Инвестиции в основной капитал									
индекс физического объема, % год к году	16.7	22.7	9.9	-16.2	6.0	-4.7	6.0	8.5	12.0
млрд руб.	4 730	6 716	8 782	7 930	9 151	346	10 906	13 196	16 397
% год к году	31.0	42.0	30.8	-9.7	15.4	2.1	19.2	21.0	24.3
% к ВВП	17.6	20.2	21.3	20.4	20.6	10.3	21.2	22.2	23.6
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году в реальном выражении	18.1	18.2	12.8	-13.2	-0.6	-1.1	5.5	7.5	12.0
млрд руб.	2 351	3 293	4 528	3 998	4 206	184	4 992	5 990	7 442
% год к году в ном. выражении	34.0	40.1	37.5	-11.7	5.2	8.9	18.7	20.0	24.3
% к ВВП	8.7	9.9	11.0	10.3	9.5	5.5	9.7	10.1	10.7
жилищное строительство									
введено жилья, тыс. штук квартир	609	721	768	701	714	30	720	743	792
введено жилья, млн кв. м	50.6	61.0	64.1	59.9	58.1	2.6	58.7	61.6	66.6
% год к году	16.1	20.6	4.6	-6.5	-3.0	-16.3	1.0	5.0	8.0
средний размер квартиры, кв. м	83.0	84.6	83.5	85.4	81.4	88.1	81.5	83.0	84.0
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.36	0.43	0.45	0.42	0.41	0.02	0.41	0.44	0.47
Сельское хозяйство									
% год к году	3.0	3.3	10.8	1.4	-11.9	0.7	5.5	3.0	3.0
Грузооборот транспорта									
млрд т-км	4 800	4 915	4 948	4 446	4 753	411	4 943	5 091	5 249
% год к году	2.7	2.4	0.7	-10.1	6.9	4.9	4.0	3.0	3.1

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв.11	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные доходы на душу населения									
рублей в месяц	10 196	12 603	14 939	16 857	18 697	14 014	20 941	24 291	28 178
% год к году	25.7	23.6	18.5	12.8	10.9	3.2	12.0	16.0	16.0
Реальные располагаемые денежные доходы населения									
% год к году	13.5	12.1	1.9	2.3	4.1	-5.5	4.0	6.3	7.3
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц		12 106	14 878	16 792	18 355	15 649	20 649	24 057	28 026
% год к году			22.9	12.9	9.3	5.6	12.5	16.5	16.5
Превышение доходов над расходами, %		3.9	0.4	0.4	1.8	-11.7	1.4	1.0	0.5
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	10 634	13 593	17 290	18 638	21 090	20 782	23 726	27 285	31 651
% год к году	24.3	27.8	27.2	7.8	13.2	10.2	12.5	15.0	16.0
среднегодовая, \$ в месяц	392	532	695	587	694	693	819	980	1 178
% год к году	29.7	35.8	30.7	-15.6	18.3	9.2	18.0	19.7	20.1
Реальная заработная плата									
% год к году	13.3	17.2	11.5	-3.5	4.2	0.6	3.8	5.3	7.3
Рынок труда									
постоянное население, млн ч.	142.2	142.0	141.9	141.9	141.8		141.7	141.6	141.5
изменение за год, тыс. ч.	-533	-212	-105	23	-82		-100	-100	-100
экономически активное население, млн ч.	74.2	75.1	75.9	75.4	75.0	75.3	74.6	74.3	74.0
безработные на конец года, млн ч.	5.13	4.60	5.80	6.17	5.39	5.71	5.20	5.00	4.80
безработица на конец года, %	6.9	6.1	7.6	8.2	7.2	7.6	7.0	6.7	6.5
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн ч.	1.74	1.55	1.52	2.15	1.59	1.61	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.11	2011 П	2012 П	2013 П
Денежная масса									
M2, млрд руб.	8 996	13 272	13 493	15 698	20 173		23 885	28 089	33 145
% год к году	48.8	47.5	1.7	16.3	28.5		18.4	17.6	18.0
% к ВВП	33.4	39.9	32.7	40.5	45.3		46.4	47.3	47.8
M0, млрд руб.	2 785	3 702	3 795	4 038	5 063		5 812	6 579	7 408
% год к году	38.6	32.9	2.5	6.4	25.4		14.8	13.2	12.6
доля в M2, %	31.0	27.9	28.1	25.7	25.1		24.3	23.4	22.4
% к ВВП	10.3	11.1	9.2	10.4	11.4		11.3	11.1	10.7
Инфляция									
индекс потребительских цен, % дек. к дек.	9.0	11.9	13.3	8.8	8.8	9.6	10.5	9.0	8.5
% среднегодовой	9.8	9.1	14.1	11.8	6.9	7.0	8.6	9.8	8.8
индекс цен производителей, % дек. к дек.	10.4	25.1	-7.0	13.9	16.7	19.4	11.0	9.0	8.0
% среднегодовой	12.4	14.2	21.4	-7.2	12.2	12.6	5.5	10.0	8.5
Золотовалютные резервы									
прирост за год, \$ млрд	122	175	-52	13	40	5	95	102	122
на конец года, \$ млрд	304	479	426	439	479	484	574	676	798
% к ВВП	30.6	36.8	25.7	36.0	32.7	-	32.3	31.7	30.9
в т.ч.									
валютные резервы, \$ млрд	296	467	412	417	444	451	530	627	742
золото, \$ млрд	8	12	15	23	36	33	44	49	56
% доля золота в ЗВР	2.7	2.5	3.4	5.2	7.5	6.9	7.6	7.3	7.0
физический объем золота, млн унций	12.8	14.3	16.5	20.8	25.2	25.1	30.0	35.0	40.0
Монетарный курс рубля к доллару									
M2 к ЗВР	29.6	27.7	31.7	35.7	42.1		42.3	42.5	42.7
по отношению к фактическому курсу	3.3	3.2	2.3	5.5	11.6		13.8	15.1	16.0

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

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв.11	2011 П	2012 П	2013 П
Доходы, млрд руб.	6 279	7 765	9 258	7 337	8 304	800	9 080	9 590	10 350
% год к году	22.5	23.7	19.2	-20.8	13.2	8.4	9.3	5.6	7.9
% к ВВП	23.3	23.4	22.4	18.9	18.7	23.7	17.7	16.1	14.9
нефтегазовые доходы	2 944	2 897	4 389	2 984	3 831	356	4 180	4 250	4 400
% год к году		-1.6	51.5	-32.0	28.4	20.7	9.1	1.7	3.5
% к ВВП	10.9	8.7	10.6	7.7	8.6	10.6	8.1	7.2	6.3
% к доходам	46.9	37.3	47.4	40.7	46.1	44.5	46.0	44.3	42.5
не нефтегазовые доходы	3 335	4 884	4 869	4 353	4 473	444	4 900	5 340	5 950
% год к году		46.4	-0.3	-10.6	2.8	0.2	9.5	9.0	11.4
% к ВВП	12.4	14.7	11.8	11.2	10.1	13.2	9.5	9.0	8.6
% к доходам	53.1	62.9	52.6	59.3	53.9	55.5	54.0	55.7	57.5
Расходы, млрд руб.	4 285	5 982	7 561	9 637	10 116	678	10 400	11 000	11 950
% год к году	22.0	39.6	26.4	27.5	5.0	4.3	2.8	5.8	8.6
% к ВВП	15.9	18.0	18.3	24.8	22.7	20.1	20.2	18.5	17.2
Профицит, млрд руб.	1 994	1 782	1 697	-2 300	-1 812	122	-1 320	-1 410	-1 600
% к ВВП	7.4	5.4	4.1	-5.9	-4.1	3.6	-2.6	-2.4	-2.3
Резервный фонд *									
млрд руб.	2 347	3 849	4 028	1 831	775	770	0	0	0
\$ млрд	89	157	137	61	25	26	0	0	0
% к ВВП	8.7	11.6	9.8	4.7	1.7	1.5	0	0	0
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.			2 584	2 769	2 696	2 675	2 597	2 569	2 580
\$ млрд			88	92	88	90	91	94	97
% к ВВП			6.3	7.1	6.1	79.4	5.0	4.3	3.7

* - до 2008 г. – Стабилизационный фонд

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

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

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

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

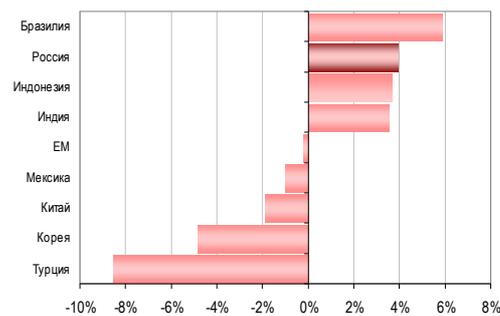
«Черное золото» защищает от мирового шторма

Волнения на Ближнем Востоке и Северной Африке в феврале лишь усилили тенденции, наблюдавшиеся на мировых рынках в первые недели года – рост цен на нефть и переток капитала с развивающихся рынков на развитые площадки. Геополитические прогнозы всегда давать достаточно сложно, однако мы считаем, что резкий рост цен на нефть вполне может оказаться временным феноменом и, в этой связи, рекомендуем фиксировать прибыль в бумагах нефтегазового сектора, инвестируя в акции других секторов – металлургии, потребительского сектора, электроэнергетики.

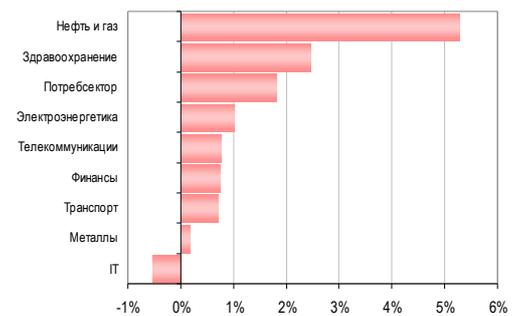
Мировые рынки

События в Северной Африке и на Ближнем Востоке в феврале по-сути способствовали продолжению те же тенденций на мировых рынках, которые мы наблюдали еще по итогам января: сокращению вложений в развивающиеся рынки, большинство из которых завершило месяц в заметном минусе, перетоку средств на развитые фондовые площадки, обновившие пост-кризисные максимумы и росту цен на нефть, который в феврале принял угрожающий характер.

Динамика за февраль*: страновые индексы MSCI



Динамика за февраль*: отраслевые индексы MSCI



* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 4 февраля

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Вслед за фьючерсами непосредственно на «черное золото», резкий рост показали и акции нефтегазовых компаний по всему миру. Индекс MSCI Нефть и Газ за месяц прибавил более 5% став лидером роста среди ведущих отраслевых индексов. Аутсайдером месяца на мировых рынках стал весьма далекий от России, но крупный в мировом масштабе сектор IT, что, вполне возможно, является отражением опасений относительно влияния высоких цен на нефть на мировую экономику и бегства от высоких рисков, традиционно ассоциируемых с этим сектором. Другие, более традиционные сигналы неприятия рисков в феврале также показали заметное нежелание инвесторов рисковать. Цены на золото после слабого начала года вновь подбираются к историческим максимумам, индекс волатильности S&P VIX вновь поднялся выше 20 пунктов – уровня, наблюдавшегося после одобрения QE2 лишь считанные дни.

Российский рынок акций

Как и в первом месяце года, высоких нефтяных цен перевесило для российских акций негатив, связанный с отношением к развивающимся рынкам и позволило российским индексам продолжить рост, обновив к концу месяца новые пост-кризисные максимумы. Впрочем, новые максимумы пока выглядят достаточно иллюзорно – ведь примерно половина из наиболее ликвидных российских бумаг к настоящему моменту торгуется ниже уровней начала года.

Как и в январе, безусловным лидером роста на российском рынке акций в феврале стал нефтегазовый сектор, прибавивший за первый два месяца 2011 года немногим меньше, чем за весь 2010-й. Прошлогодние лидеры роста – металлургия, потребительский сектор, энергетика даже не фоне рекордных цен на нефть и другие сырьевые товары – демонстрировали снижение. Почему же инвесторы предпочитают именно бумаги нефтегазовых компаний, ведь высоки

сейчас не только цены на нефть, но и котировки цветных металлов, стали, продовольствия и.т.д.? Нам представляется, что на это есть две основные причины. Первое – в силу особенностей налогообложения денежные потоки нефтегазового сектора менее волатильны по сравнению, например, с денежными потоками металлургических компаний, следовательно, риски инвестиций в «нефтянку» ниже, а неприятие рисков является доминирующей тенденцией с начала 2011 года. Вторая причина больше психологическая – нефтегазовый сектор сильно отставал от рынка в прошлом году, далек от докризисных максимумов и делать ставку на него психологически более комфортно, чем на близкие к максимумам бумаги других секторов.

Динамика отраслевых индексов ММВБ в феврале* Динамика отраслевых индексов ММВБ с начала года



* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 4 февраля Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

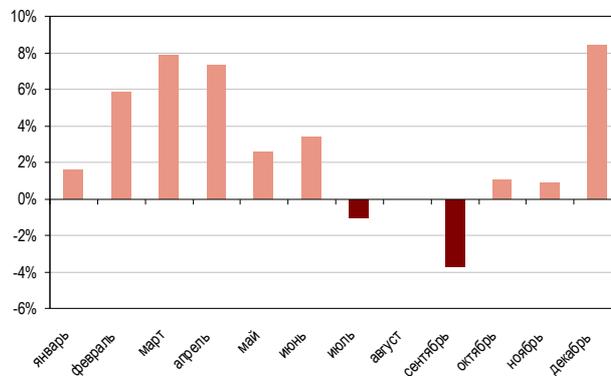
Провал IPO – тревожный сигнал

О значительном неприятии рисков и неготовности участников рынка пока инвестировать значительные средства за пределами стабильной «нефтянки» говорят и результаты попыток 3-х российских эмитентов разместить свои бумаги на IPO на общую сумму \$ 2 млрд., итоги которых были подведены в начале февраля. Все 3 компании не нашли адекватного спроса на свои бумаги и были вынуждены отказаться от планов IPO или перенести их на более поздний срок.

Чего ждать в марте?

Традиционно март является одним из самых успешных месяцев в году для российского рынка акций. Предпосылки для дальнейшего роста по итогам марта есть у российских акций и сейчас.

Средние изменения индекса РТС по месяцам года



Источник: РТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

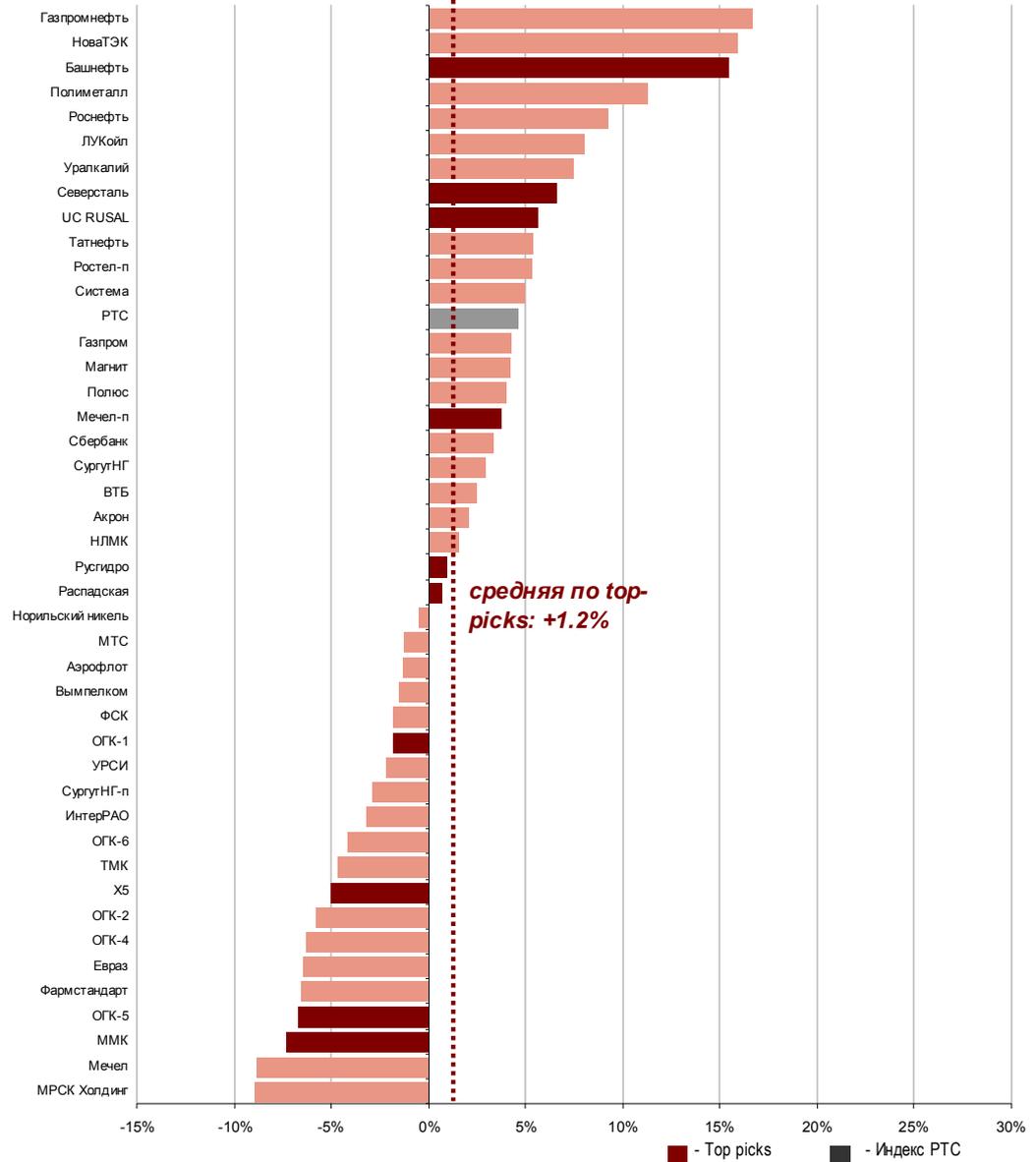
Как и месяцем ранее, мы по-прежнему рекомендуем фиксировать прибыль по бумагам компаний

нефтегазового сектора и делать ставку на отстающие с начала года акции металлургов, потребительского сектора, сектора электроэнергетики. Впрочем, для агрессивных покупок в этих секторах, на наш взгляд, целесообразно все-таки дождаться момента, когда геополитическая ситуация на Ближнем Востоке и Северной Африке несколько успокоится.

Top Picks

Из 10 представленных нами в годовой стратегии ключевых рекомендаций 3 удалось обогнать индекс РТС, прибавлявший на фоне роста ограниченного числа нефтегазовых фишек. Средняя доходность наших рекомендаций уступила доходности индекса около 3%.

Динамика российских акций за последний месяц*, \$



* - с момента выпуска нашей последней стратегии 04.02.2010 по 04.03.2011

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы вносим наш список top picks три изменения: «префы» Мечела, подорожавшие по итогам последнего месяца, мы рекомендуем заменить на обыкновенные акции компании, которые, на наш взгляд, неоправданно сильно просели в цене в последние недели, а прибавившие в цене акции Северстали на отстающие от рынка бумаги МТС, акции ОГК-1 меняем на бумаги другой компании сектора – ОГК-4, которая не настолько зависима от рынка мощности, на котором мы наблюдаем не самые позитивные тенденции.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

Мы с осторожностью относимся к росту цен на нефть, превысившись к началу марта \$ 115 за баррель и считаем, что предаваться эйфории все же не стоит. В этих условиях наше отношение к бумагам сектора остается весьма настороженным, а некоторый потенциал роста даже при снижении цен на нефть до уровня нашего прогноза (\$ 85 за баррель Urals в 2011 г.) сохраняют лишь бумаги Башнефти.

Металлургия

Цены на сталь продолжают расти, однако мы пока не спешим поднимать свои таргеты по компаниям сектора, в первую очередь из-за высокой неопределенности относительно того, какие цены на металлургическое сырье установятся на рынке после того как последствия наводнений в Австралии будут окончательно устранены и опасений относительно замедления промышленного сектора экономики Китая, на долю которого приходится до 50% мирового потребления металла. Тем не менее, и наши текущие таргеты предоставляют неплохой потенциал роста до конца года по таким бумагам как Распадская, Мечел, ММК, Северсталь.

Банки

Завершение SPO ВТБ позитивно повлияло на котировки акций российских банков. Нашим фаворитом в секторе по-прежнему остается Сбербанк. Мы отмечаем, что практически все фундаментальные и технические идеи в этой бумаге сохраняются.

Электроэнергетика

Новый год российские энергетические компании начали снижением. Распродажи в секторе были вызваны планами правительства по борьбе с инфляцией, в том числе за счет энергетиков, что является очередной попыткой ввести «ручное регулирование» на свободном рынке. Мы полагаем, что при реализации худшего сценария потери энергетических компаний от предлагаемых новаций могут составлять до 20 %. Тем не менее, российский рынок электроэнергетики так и не был полностью сформирован к 2011 г, как планировалось ранее, в связи с чем риски изменения от ранее заложенной траектории реформирования уже присутствуют в оценке компаний. Кроме того, как показывает отклонения от траекторий реформы, довольно быстро забываются инвесторами. Среди генерирующих компаний мы выделяем бумаги Русгидро, ОГК-4 (как защитный инструмент), ОГК-1, ОГК-5.

Телекоммуникации

Мы по-прежнему отдаем предпочтение бумагам сотовых операторов – МТС и VimpelCom Ltd против бумаг Ростелекома. Во втором эшелоне мы рекомендуем обратить внимание на медиа и ИТ компании, а также акции Комстар ОТС вместо заметно подорожавших за последние несколько месяцев МРК.

Потребительский сектор

Текущие потребительские настроения и динамика розничных продаж пока разочаровывают, однако поддержку российскому потребителю могут оказать высокие цены на нефть. Мы сохраняем долгосрочный позитивный взгляд на акции Х5, Дикси и Синергии

Индекс РТС

Впервые за долгое время наш таргет по индексу РТС на конец 2011 года – 1950 пунктов – ниже его текущих значений. Данный факт объясняется тем, что мы ожидаем коррекции в бумагах нефтегазового сектора, вес которых в индексе близок к 50%, в то время как потенциал роста для акций из большинства других секторов сохраняется.

Распределение рейтингов в рекомендациях Аналитического департамента Банка Москвы

	Покупать	Держать	Продавать
Всего рекомендаций	28	12	47
%	32	14	53

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2011г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	РусГидро	0.051	0.066	28%	покупать
2	VimpelCom Ltd.	14.04	17.50	25%	покупать
3	МТС-ADR	19.3	23.80	24%	покупать
4	Интер РАО	0.0015	0.0018	21%	покупать
5	Сбербанк	3.57	4.10	15%	держать
6	ВТБ	6.81	7.60	12%	держать
7	Евраз Групп	37.83	42.1	11%	держать
8	Лукойл	72.16	73.25	2%	держать
9	Норильский никель	255	250	-2%	продавать
10	Газпром	7.56	7.08	-6%	продавать
11	Газпромнефть	5.43	5.03	-7%	продавать
12	Уралкалий	8.47	7.33	-13%	продавать
13	Сургутнефтегаз	1.17	1.01	-14%	продавать
14	ФСК	0.0144	0.0122	-15%	продавать
15	Роснефть	9.43	7.70	-18%	продавать
16	Татнефть	6.23	4.72	-24%	продавать

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2011г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Второй эшелон					
1	Распадская	7.61	13.7	80%	покупать
2	МРСК СК	5.370	8.500	58%	покупать
3	МРСК СЗ	0.0067	0.0105	57%	покупать
4	ОГК-2	0.053	0.081	53%	покупать
5	ОГК-5	0.088	0.13	48%	покупать
6	МОЭСК	0.0508	0.0712	40%	покупать
7	ММК	1.08	1.48	37%	покупать
8	МРСК Урала	0.010	0.014	36%	покупать
9	Холдинг МРСК	0.167	0.226	35%	покупать
10	ВСМПО	118	157	33%	покупать
11	ОГК-1	0.0391	0.0520	33%	покупать
12	X5	41.38	55.00	33%	покупать
13	ОГК-4	0.091	0.121	33%	покупать
14	Синергия	41.53	55.00	32%	покупать
15	Ленэнерго	0.916	1.200	31%	покупать
16	ОГК-3	0.05	0.063	30%	покупать
17	МРСК Юга	0.0051	0.0065	29%	покупать
18	Мечел	30.52	38.3	25%	покупать
19	Мечел-п	10.36	13.0	25%	покупать
20	МРСК ЦП	0.0111	0.0138	24%	покупать
21	МРСК Волги	0.0061	0.0075	23%	покупать
22	МРСК Сибири	0.0099	0.0115	17%	держать
23	Северсталь	19.46	22.7	17%	держать
24	Полюс Золото	60.6	70.7	17%	держать
25	М-Видео	9.460	11.000	16%	держать
26	UC RUSAL	1.64	1.90	16%	держать
27	Дикси	14.49	16.80	16%	держать
28	МТС-локальные	8.83	10.10	14%	держать
29	Уралсвязьинформ	0.0543	0.044	14%	держать
30	Полиметалл	19.34	21.64	12%	держать
31	Магнит (GDR)	28.55	31.30	10%	держать
32	Калина	30.04	32.00	7%	держать
33	Башнефть	55.00	58.5	6%	держать
34	Фармстандарт	28.25	30.0	6%	держать
35	МРСК Центра	0.046	0.047	3%	держать
36	Ростелеком п.	3.13	3.16	1%	держать
37	Магнит (локальные акции)	136.0	136.0	0%	держать
38	Верофарм	50.10	50.0	0%	продавать
39	Банк Санкт-Петербург п	6.178	6.100	-1%	продавать
40	Вимм-Билль-Данн	33.68	33.00	-2%	продавать
41	Сургутнефтегаз п.	0.59	0.56	-4%	продавать
42	Росинтер	24.247	23.000	-5%	продавать
43	Банк Санкт-Петербург	5.731	5.400	-6%	продавать
44	Казаньоргсинтез	0.262	0.242	-8%	продавать
45	Сильвинит	1064	978	-8%	продавать
46	С.А.Т. oil	10.38	9.37	-10%	продавать
47	Sollers	22.120	19.900	-10%	продавать
48	ОГК-6	0.047	0.042	-11%	продавать
49	Интегра	3.68	3.28	-11%	продавать
50	СЗТ	1.147	1.000	-13%	продавать
51	ФСК	0.0144	0.0122	-15%	продавать
52	НЛМК	4.68	3.82	-18%	продавать

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
MTC-ADR	MBT.N	телекоммуникации	19.27	23.80	24%	Последняя новость о том, что операторы связи в России разделят между собой издержки по строительству сетей LTE, позитивна для всей отрасли. Мы выделяем МТС, которая на данный момент является одной из самых дешевых компаний мобильной связи в мире, торгуясь с коэффициентом EV/EBITDA 11 на уровне 4.2. При этом ожидаемые средние темпы роста выручки и EBITDA оператора в 2010 – 2012 гг. составляют 7 – 9 % против 2.5 – 3 % у мировых аналогов.
РусГидро	HYDR	электроэнергетика	0.05	0.07	28%	Смена правил рынка мощности, к которому чувствительны денежные потоки РусГидро, привели к значительному отставанию бумаги от сектора. Тем не менее, основные риски РусГидро - сокращение инвестиционной составляющей в тарифе уже более чем учтены в оценке компании.
Мечел	MTL	угольная промышленность	9.15	13.00	42%	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	41.38	55.00	33%	Мы продолжаем считать, что коррекция GDR X5 с начала года более чем на 13 %, а с учетом корректировки на изменения обменного курса рубля более чем на 20 %, не несет в себе фундаментальных причин и в большей степени является реакцией на спекуляции о возможном приобретении компанией миноритарного пакета в одном из крупнейших европейских ритейлеров Metro AG. Так как мы слабо верим в подобный вариант развития событий, мы рекомендуем воспользоваться текущей слабостью в котировках и купить акции компании.
UC RUSAL	486 HK	металлургия	1.64	1.90	16%	Высокие цены на алюминий в этом году позволят РУСАЛу существенно увеличить денежные потоки, решить проблему долговой нагрузки и получить средства на дальнейшее развитие компании. Дополнительным драйвером роста котировок РУСАЛа является ситуация вокруг Норникеля, где алюминиевая компания может значительно упрочить свои позиции либо выгодно продать свою долю.
ОГК-4	OGK4	электроэнергетика	0.091	0.121	33%	Основные доходы ОГК-4 формируются от продажи электроэнергии (более 70 % выручки), что защищает компанию от изменений правил работы на рынке мощности.
ММК	MAGN	металлургия	1.08	1.48	37%	Российский внутренний рынок стали последние месяцы растет с темпами роста более 20% в год, дефицит продуктов с высокой добавленной стоимостью ощущается особенно остро. ММК имеет наибольшую среди российских металлургов долю внутренних поставок и более других выигрывает от этой ситуации. Дополнительным поводом для инвестиций в бумаги компании является их относительно слабая динамика с начала года, что с фундаментальной точки зрения едва ли оправданно.
Распадская	RASP	угольная промышленность	7.61	13.7	80%	В феврале компания представила среднесрочную стратегию развития до 2015 года, предусматривающую полное восстановление добычи от прошлогодней аварии в 2011-2012 гг, выход на рекордные уровни в 2013 году и дальнейший рост к 2015 году. На наш взгляд, выполнить эту стратегию компании вполне по силам и этот факт еще не до конца оценен рынком.

Долговые рынки

Не будьте беспечны, ралли не вечно

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Нефёдов Юрий

Nefedov_YA@mmbank.ru

Екатерина Горбунова

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Глобальный долговой рынок госбумаг локально поддерживается кризисом в регионе MENA. Инфляционный фактор давления на кривые не исчез, и мы продолжаем отмечать рост инфляционных ожиданий и уплощение базовых кривых за счёт более быстрого роста коротких ставок.

На внутреннем рынке ожидаем сохранения позитивных настроений, вызванных ростом курса рубля, но отмечаем, что интерес к рублёвым активам будет обеспечен в том числе и нерезидентами. Разворот котировок нефти в случае стабилизации ситуации в MENA может заставить инвесторов выводить средства и ударит по перегретому рынку долга, который в настоящий момент растёт на фоне ужесточения процентной политики ЦБ. В связи с этим советуем обращать внимание на относительную стоимость (relative value) нежели надеяться на продолжение фронтального снижения доходностей (см. список рекомендаций в «Обзоре торговых идей»). Мы полагаем, что на первичном рынке премия для 3-го эшелона должна составлять от 100 б.п., второго – 50 б.п., первого –20 б.п., но в текущих условиях подобные премии недостижимы, поэтому советуем с осторожностью подходить к покупке выпусков без премии.

Глобальные рынки

Лебединое озеро

Похоже, что каждый год после кризисных 2008-09 гг. будет богат на своих «черных лебедей». Если в 2010 г. рынки наблюдали за событиями в периферийных странах Европы, то в 2011 г. к стае уже окрепших лебедей добавились страны MENA, политическая нестабильность в которых толкает сырьевые цены к новым высотам, а риск-аппетит – к насыщению. Помимо кризиса на Ближнем Востоке о себе продолжают напоминать риски PIIGS. Следует особо подчеркнуть, что тренды, наметившиеся на глобальном рынке долга до пожара на Ближнем Востоке, не исчезли. Вопрос инфляционного давления, если скорректировать происходящие на эффект «бегства в качество», остается основным фактором влияния на базовые кривые.

Базовые кривые «уплощаются»

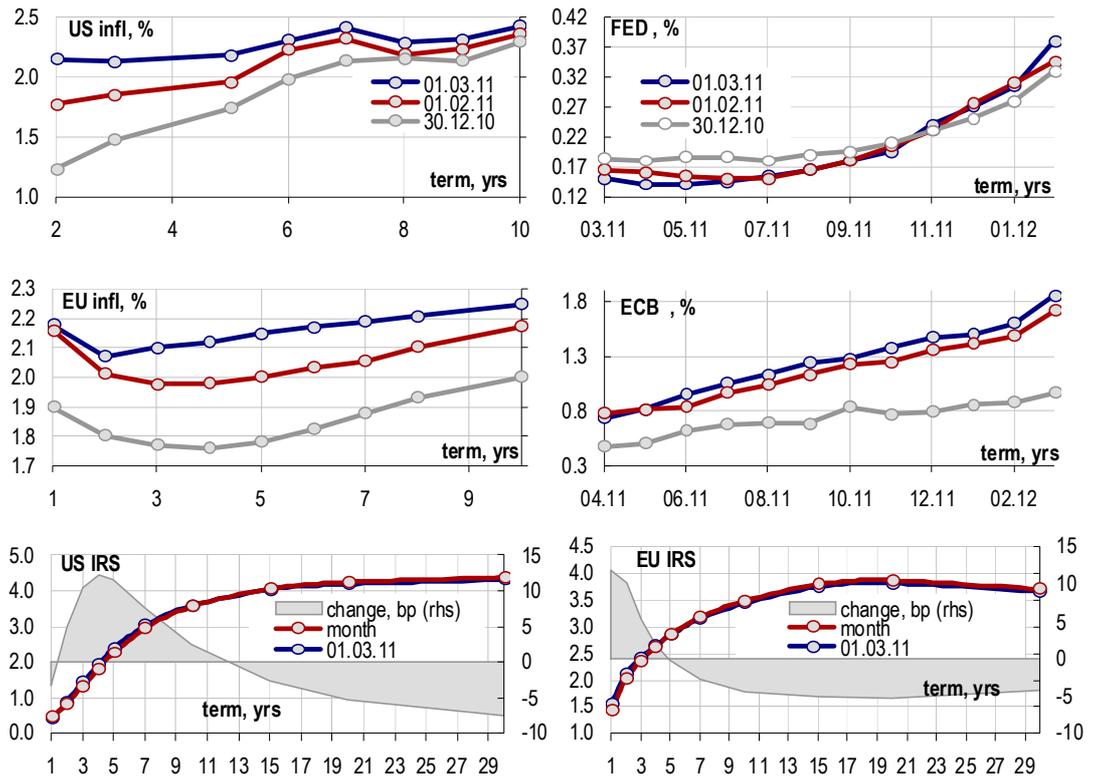
Мы продолжаем отмечать сдвиг кривых инфляционных ожиданий вверх, причем более быстрыми темпами на сроке 1-3 года. Особенно быстро растут ожидания в Европе, что толкает курс евро вверх: на ожиданиях роста ставки ЕЦБ (см. ECB на графике ниже) форвардный дифференциал трёхмесячных ставок на денежных рынках Европы и США достиг рекордных 110 б.п. Несмотря на уверенное расширение спреда UST-TIPS, фьючерсы на ставку в США реагируют медленно. По нашему мнению, подобный диспаритет движения инфляционных кривых и ожиданий по ставке обязан вербальным интервенциям первых лиц ФРС о «временном» инфляционном эффекте цен на нефть, а также возможном замедлении роста. Таким образом, риск замедления набирающего силы экономического роста удерживает ожидания по ставке от повышения.

В Европе наоборот высказывания монетарных властей последнее время носят все более «ястребиный» характер, но в случае резкого ухудшения состояния стран PIIGS рост ставки в Европе также окажется под давлением. В итоге за месяц базовые кривые облигаций и IRS в долларах и евро стали более плоскими – короткие ставки выросли, длинные упали.

В противовес развитым рынкам, EM продолжают бороться с инфляцией. В феврале Китай активно повышал нормы резервирования, в конце месяца ЦБ РФ повысил все ключевые ставки на 25 б.п.

Отношение к влиянию инфляции на базовые кривые отличается от региона к региону. В США инфляция, действительно носит относительно «временный» характер, так как ожидания сдвигаются больше на коротком конце. В Европе мы наблюдаем фронтальный рост инфляционных ожиданий, особенно быстрый на сроке 1-3 года. Ответ кривых на подобную динамику ожиданий – однозначный – они уплощаются за счёт более быстрого роста коротких ставок.

Эволюция доходностей и инфляционных ожиданий



Ожидания по ставке ECB рассчитаны из фьючерсов на ставку EONIA, торгующихся на LIFFE.
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

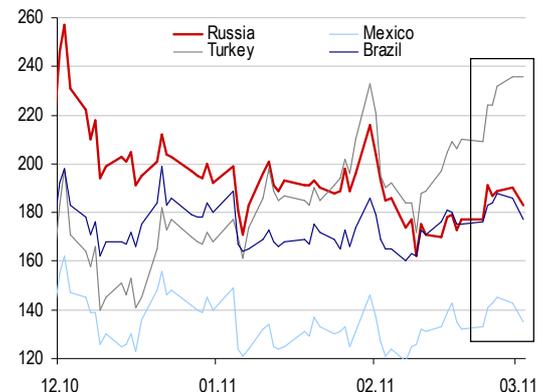
Российские Еврооблигации

Российские еврооблигации продолжают расти. Доходность индикативного евробонда RUS'30 упала до 4.60 %, а спрэд к UST сузился до 102 б.п. – минимума с апреля 2010 г. (момента размещения суверенных еврооблигаций). До кризиса такой уровень спреда наблюдался в последний раз в октябре 2007 г. Резкое сокращение спреда произошло на фоне относительно нейтральной реакции инвесторов в еврооблигации EM ввиду нестабильной ситуации в странах Северной Африки и Ближнего Востока. Одним из драйверов сокращения спреда стал рост доходностей UST.

Суверенный спрэд РФ



Суверенные спрэды EMBI



Источники: Bloomberg, Reuters, J.P. Morgan, Аналитический департамент Банка Москвы

С точки зрения объемов новых размещений, рынок еврооблигаций в феврале был менее активным по сравнению с первым месяцем года, зато отличился ярким размещением дебютного рублёвого еврозайма России. Конъюнктура ограничила объем размещения, и в итоге Минфин привлёк 40 млрд рублей под 7.85 % - практически по доходности кривой ОФЗ. Таким образом, с дисконтом разместиться не удалось, но попадание «в кривую» на фоне глобальной нестабильности можно считать успехом. Сейчас бумага активно котируется более чем десятью

участниками выше номинала – порядка 101 %. Среди недавно размещенных корпоративных еврооблигаций наиболее интересную динамику показали Вымпелком и НОВАТЭК, спреды которых сузились на 30-80 б.п. к IRS по сравнению с уровнями размещения. Март обещает быть более активным на первичном рынке евродолга: планы по размещению еврооблигаций озвучили ХКФ банк, РСХБ, РЖД, Альфа-Банк.

Динамика размещенных в 2011 году выпусков еврооблигаций

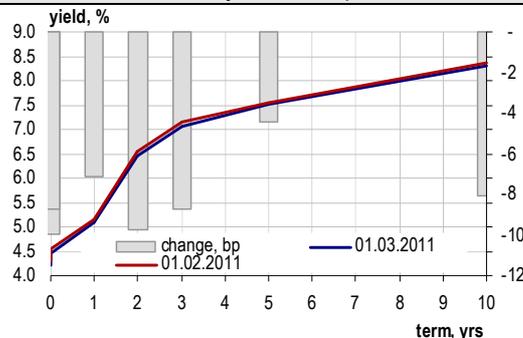
Дата	Выпуск	Млн.	CCY	MARUR	Cou p	VS IRS	Now vs IRS	Ch, bp	Last	Yield	Dur
19.01.2011	VEB' 16	400	CHF	17.02.16	3.75	226	246	20	98.8	4.02	4.43
20.01.2011	ТМК' 18	500	USD	27.01.18	7.75	485	478	-7	100.5	7.65	5.24
26.01.2011	VIP' 16-2	500	USD	02.02.16	6.49	427	329	-98	103.9	5.58	4.16
26.01.2011	VIP' 21	1 000	USD	02.02.21	7.75	428	376	-52	104.0	7.18	6.87
27.01.2011	ВМ'13	150	SGD	01.02.13	4.25	339	-	-	-	-	-
27.01.2011	Novatek'16	600	USD	03.02.16	5.33	308	292	-15	100.4	5.24	4.26
27.01.2011	Novatek'21	650	USD	03.02.21	6.60	307	255	-52	104.3	6.01	7.23
10.02.2011	VTB' 11-2	750	USD	22.02.18	6.32	308	304	-4	101.9	5.98	5.58
24.02.2011	Russia' 18	40 000	RUB	10.03.18	7.85	22	15	-7	102.3	7.42	5.34

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент банка Москвы, цены на 3.02.2011

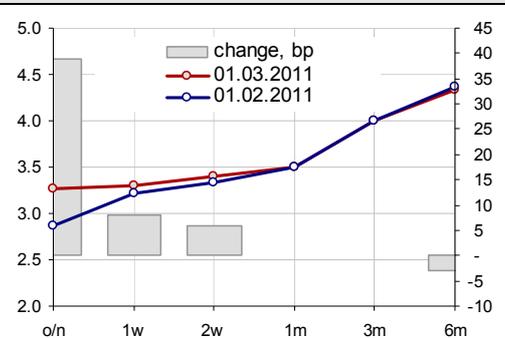
Внутренний рынок

Высокие цены на нефть и рекордно крепкий рубль оказывают сильную поддержку локальному рынку долга. Рост ключевых ставок ЦБ повлиял только на короткий конец кривой денежного рынка, который вырос на 35 б.п. за февраль. Что касается кривых ОФЗ и CCS, то за месяц доходности фронтально сместились вниз. На валютном рынке рубль бьет рекорды: ЦБ расширил плавающий коридор по корзине до 5 рублей, что ускорило укрепление рубля к доллару и евро. Данная динамика, по нашему мнению больше обязана ценам на нефть, чем росту ставок на денежном рынке – котировки Urals и бивалютной корзины движутся синхронно (см. график ниже).

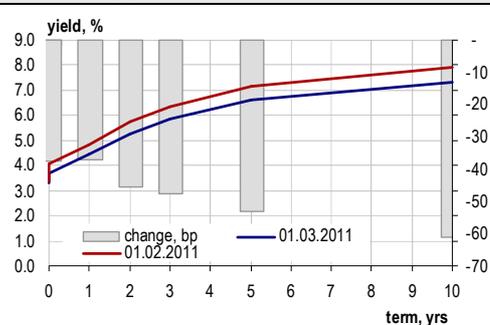
Динамика бескупонной кривой ОФЗ



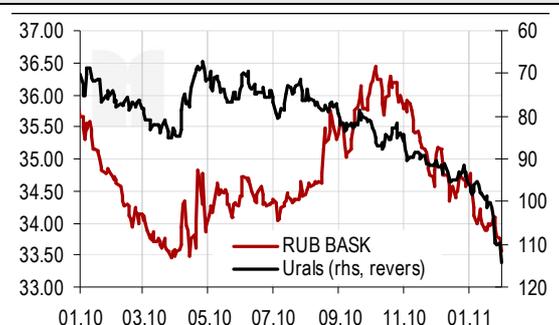
Кривая ставок Mosprime



Динамика кривой CCS



Бивалютная корзина и нефть



Источники: Банк России, Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Избыток рублёвой ликвидности позволяет эмитентам размещаться практически без премии к уровням вторичного рынка. Подобный ажиотаж вызывает у нас ощущение перегрева рынка. Огромный объем размещений проходит при минимальных премиях к вторичному рынку. В феврале корпоративный сектор разместил 123 млрд руб., почти в три раза больше уровня февраля 2010 года и в два раза выше среднемесячного объема размещений в прошлом году.

Маркетируемые выпуски

Выпуск	Объём, млн руб.	Книга		Размещ.	Купон, %	Yield, %	MDUR	Rating
		Открытие	Закрытие					
ЛК Уралсиб БО1	2 000	24.02	03.03	04.03	9.5	10.56	1.35	-/B+
Магнит БО5	5 000	17.02	02.03	04.03	8	8.16	2.5	-/I-
Нац Стандарт 1	1 500	15.02	03.03	09.03	9.75-10.35	9.99-10.51	0.8	-/B3/-
ТрансФин-М БО-6	500			09.03	н/д	н/д		-/I-
Полипласт 02	800	17.02	11.03	15.03	12.25-12.75	12.63-13.16	1.25	-/I-
ТКБ Банк-02	1 800	03.03	18.03	22.03	8.4-8.9	8.58-9.1	1.3	-/B1/-
ОАК-01	46 280	10.03	10.03	15.03	8	8.16	6.1	-/I-
Всего	57 880							

Источник: Данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Активно размещался и госдолг: по итогам февральских аукционов Минфин разместил 110 млрд рублей. Ведомство А. Кудрина тонко чувствует конъюнктуру и старается привлечь как можно больше долга под выгодную ставку. Напомним, что в бюджете заложен план размещения в объеме 1.7 трлн рублей, который, согласно заявлениям А. Кудрина, возможно будет снизить на 500 млрд – то есть до 1.2 трлн руб., что предполагает 300 млрд руб. привлечения в каждом из последующих кварталов. На фоне заявлений о росте Резервного фонда дальнейшее сокращение программы заимствований вызывает вопросы. Не исключаем, что объем размещения будет распределён неравномерно - с «перекосом» в сторону повышения во втором квартале в целях привлечения большего количества долга в рамках выгодной конъюнктуры.

По итогам февраля все индексы ВМВІ показали снижение доходности на 15-20 б.п., а третий эшелон на все 60 б.п. Не исключено, что в случае продолжения подобной динамики мы увидим рост предложения 3-го эшелона на рынке. Первыми ласточками стали УОМЗ и размещаемый сейчас Полипласт – производитель строительной химии, предлагающий более 100 б.п. к среднему уровню доходности третьего эшелона.

Динамика индексов ВМВІ за февраль

Сегмент	Объём, млн. руб.	MARCAP млн. руб.	YTM, %	M.dur	Spread	Spread ch., b.p.	Yield ch, b.p.
Корпоративные облигации	1 839	1 883	7.55	1.68	179	-16	-17
Blue chips	846	864	6.85	1.97	94	-6	-12
2-й эшелон	814	839	7.58	1.54	183	-19	-15
3-й эшелон	180	180	10.74	0.94	566	-49	-56
Муниципальные облигации	364	381	7.15	1.88	118	-14	-19
Государственные облигации	1 713	1 725	6.40	2.75			-9

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

В марте мы ждём очередного роста ставок на 25 б.п. и еще раз подчеркиваем тот факт, что минимальная премия на первичном рынке является признаком перегретости. Падение доходностей при растущих ставках - не более чем «конъюнктурный ответ» на фоне высоких цен на нефть, укрепления рубля и избыточной ликвидности.

По нашему мнению в «нормальных» условиях премия для третьего эшелона на первичном рынке должна составлять от 100 б.п., втором – от 50 б.п., первом от 20 б.п. Однако в условиях текущей конъюнктуры на существенную премию можно рассчитывать разве только в третьем эшелоне.

Поскольку ценовая динамика размещенных без премии выпусков фишек связана с общей динамикой рынка, а эмитенты третьего эшелона несут в себе значительный кредитный риск, мы советуем обращать внимание на относительную стоимость и на премиальные выпуски третьего эшелона с условием не очень длинного горизонта инвестирования с упором не на эффективную, а текущую доходность.

Прогноз по ключевым ставкам ЦБ

Рублевые ставки, %	Текущ.	Конец марта
Рефинансирования в ЦБ	8.00	8.25
Депоз. ЦБ (overnight)	3.00	3.25
Прямое РЕПО (overnight)	5.25	5.50

Источник: ЦБ, Банк Москвы

Обзор торговых идей

Идея	Обоснование	Текущая доходность/ цель
Credit Buy vanilla		
<p>Покупка кривой ЕвразХолдинга</p>	<p>Улучшение кредитных метрик Евраза (В+/В1/В+), с нашей точки зрения, будет способствовать сужению спреда между доходностями его обращающихся выпусков и бондами Северстали (ВВ-/Ва3/В+). Обращающиеся облигации Евраза мы видим недооцененными, что наиболее явно проявляется на среднесрочном участке кривой: Выпуски ЕвразХолдинг 1 и 3 торгуются со спрэдом 70 б.п. к Северсталь БО-2 и 4.</p> <p>По отношению к более загруженному долгом Мечелу, Евраз также должен торговаться с дисконтом, хотя в настоящий момент кривые доходностей этих эмитентов практически совпадают. Спрэд между кривыми Мечела и Евраза, по нашим оценкам, должен составлять не менее 30 б.п.</p>	<p>ЕвразХолдинг 1 и 3: 7.84-7.92 % на дюрации 1.7 года Цель – снижение доходности на 60 б.п.</p> <p>ЕвразХолдинг 2 и 4: 9.0 % на дюрации 3.4 года Цель – снижение доходности на 50 б.п.</p>
<p>Покупка выпуска Иркут БО-1</p>	<p>В машиностроительном сегменте рынка наиболее привлекательно выглядит биржевой бонд Корпорации Иркут (ВВ/Ва2), который при более сильном кредитном профиле эмитента и ломбардном статусе бумаги торгуется незначительно дешевле по сравнению с размещенным в феврале выпуском КАМАЗа (NR). Средневзвешенная доходность облигаций эмитентов с рейтингами на уровне ВВ-/ВВ+ на дюрации 2 года составляет 7.6 %.</p>	<p>Иркут БО-1: 8.21 % на дюрации 2 года, КАМАЗ БО-2: 8.58 % на дюрации 2.9 лет. Потенциал сужения спреда – около 50 б.п.</p>
Primary BUY		
<p>Полипласт-2</p>	<p>Мы полагаем, что премия в 180-240 б.п. к УОМЗ и в целом к средней доходности третьего эшелона является щедрым вознаграждением за риск Полипласта. Несмотря на то, что ликвидность на вторичном рынке может быть ограничена ввиду относительно небольшого объема выпуска, считаем размещение интересным с точки зрения текущей доходности.</p>	
Credit Sell vanilla		
<p>Продажа бондов ВымпелКома, сужение спреда ВымпелКом и МТС</p>	<p>В середине марта (17 марта) состоится собрание акционеров VimpelCom, где с высокой степенью вероятности будет принято решение о покупке активов Wind TeleCom (бывшая Weather Investment). Ожидая дальнейшего развития акционерного конфликта в компании, а также значительного роста долговой нагрузки объединенной компании, мы рекомендуем продавать облигации ВымпелКома и ставить на увеличение спреда между кривыми Вымпелком-МТС. В настоящий момент спрэд между этими кривыми составляет не более 20 б.п. при справедливом значении не менее 50 б.п.</p>	<p>ВымпелКом-6 и 7: 8.67 % на дюрации 3.5 года. Цель – рост доходности на 30 б.п.</p>
Derivatives		
<p>Покупка Russia'30, покупка протекции через CDS (платить купоны)</p>	<p>CDS обладает большей кредитной beta, чем Russia'30. В случае продолжения нестабильности на рынке длинная протекция потенциально будет прибыльна при резком расширении спреда и компенсировать убыток от позиции в Russia'30. Мы отмечаем, что в случае стабилизации ситуации в MENA, CDS скорее консолидируется на уровне 130-140 б.п., в то время как Russia'30 может продолжить повышательное движение. По сути, сделка представляет собой хеджирование кредитного риска по России и игру на более высокой кредитной beta CDS. Стратегия подходит инвесторам, которые не хотят продавать российский риск, но обеспокоены глобальной нестабильностью.</p>	

Борисов Денис, к.э.н.
Borisov_DV@mmbank.ru

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

Нефть и газ

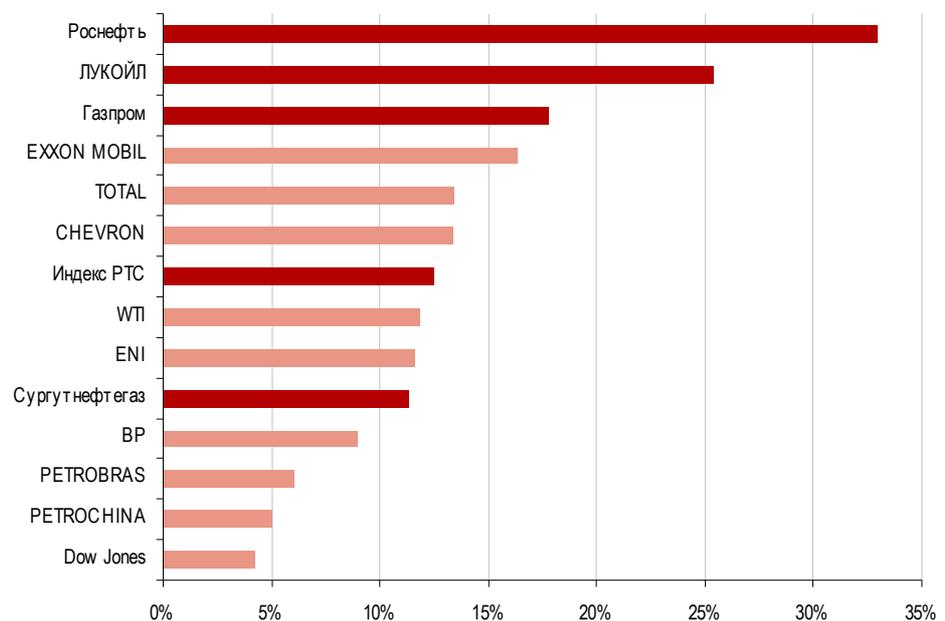
На нефтяном рынке по-прежнему жарко

Мы полагаем, что разговоры о том смогут ли котировки Brent обновить исторические максимумы (\$ 145.6 за баррель) в настоящее время являются абсолютно бессодержательными: точно предсказать настроения спекулянтов (а именно они сейчас правят бал на нефтяном рынке), равно как и определить окончательную дату завершения ближневосточных волнений (одна из основных причин роста сырьевых цен) практически невозможно – можно лишь угадать будут ли участники рынка фиксировать свои позиции сейчас или через \$ 5.10 или \$ 30 за баррель. А значит, рано или поздно эйфория в нефтяных бумагах (следствие роста котировок crude oil) может смениться довольно жесткой коррекцией, и пока мы не видим оснований для пересмотра нашего консервативного отношения к сектору: подавляющее большинство нефтегазовых бумаг, по нашим оценкам, в настоящее время являются переоцененными.

Основные тенденции

Усиление напряженности на Ближнем Востоке (более подробно см. вводную статью) подогрело аппетиты участников рынка (приток спекулятивного капитала в сырье наблюдался еще в конце прошлого года до начала массовых волнений в странах MENA) и позволило котировкам Brent закрепиться выше отметки \$ 100 за баррель. На этом фоне котировки российских и мировых нефтегазовых компаний демонстрировали уверенный рост: увеличение индекса РТС Нефть и Газ с начала года составил 22 % при росте российского рынка на 14 %, американского – на 5 %.

Динамика нефти, индексов и акций нефтегазовых компаний с начала года



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лидерами роста с начала года стали акции Роснефти (+33 %): инвесторов воодушевил не только взлет нефтяных цен, но и возможное продление налоговых льгот на Ванкорское месторождение (прирост к нашему уровню целевой цены в этом случае составит примерно 15 %). Также весьма неплохо чувствовали бумаги нашего традиционного фаворита в секторе – ЛУКОЙЛа: завершение продаж американской ConocoPhillips бумаг LKOH нивелировало избыточное предложение, которое долгое время ограничивала возможности для существенного роста котировок концерна. В среднем большинство отечественных нефтегазовых бумаг чувствовало себя лучше мировых аналогов, что мы связываем с переоценкой инвесторами рисков вложений в российские equity после начала массовых волнений на Ближнем Востоке. В результате в настоящее время по

базовым мультипликаторам EV/S (1.0) и EV/EBITDA (5.0) российские нефтегазовые компании выглядят дорогими по сравнению с аналогами с developed markets, что является дополнительным аргументом в пользу нашего крайне осторожного отношения к сектору.

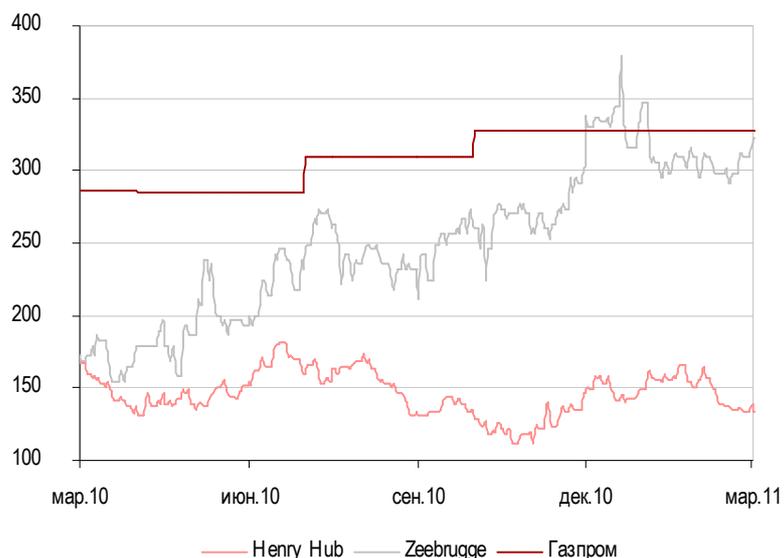
Сравнение российских НК с аналогами по основным мультипликаторам

компания	EV/EBITDA		EV/S	
	2010	2011	2010	2011
Нефтяные компании	5.1	5.0	1.1	1.0
Роснефть	6.1	6.8	1.8	1.7
Лукойл	4.2	4.0	0.6	0.6
Сургутнефтегаз	3.9	3.9	0.9	0.8
ТНК-ВР	5.0	4.3	1.2	1.1
Газпром нефть	4.8	4.8	0.9	0.8
Татнефть	6.5	5.0	1.0	0.9
Развитые рынки	4.8	4.2	0.9	0.8
Exxon Mobil	6.4	5.2	1.1	0.9
Chevron	4.6	4.0	1.0	0.9
BP	4.4	4.1	0.6	0.6
Total	4.4	3.8	0.8	0.7
ConocoPhillips	4.3	4.3	0.7	0.6
Statoil	3.0	2.5	1.0	0.9
Repsol	5.1	4.7	0.8	0.7
Развивающиеся рынки	6.5	5.7	1.7	1.5
Petrochina	7.3	6.5	1.7	1.5
Petrobras	7.4	6.6	2.2	2.1
Sinopec	5.8	5.3	0.5	0.5
ONGC	5.6	4.3	2.2	1.9

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В газовой отрасли в феврале ситуация на спотовых рынках практически не претерпела изменений: стоимость газа на терминале в бельгийском Zeebrugge находится чуть ниже контрактных цен Газпрома, при этом на американском рынке «голубое топливо» по-прежнему пользуется спросом, что в преддверии окончания отопительного сезона создает дополнительные ценовые риски для поставщиков.

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



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Отметим, что события в странах MENA практически не отразились на уровне спотовых цен на газ. Из тех стран, где уже отмечались масштабные волнения наибольшую угрозу для сохранения стабильности европейского газового рынка представляет возможное усугубление обстановки в Алжире (добыча составляет 14 % от потребления газа в ЕС) и Египте (10 %). При этом возможности для маневра у потребителя, безусловно, существуют (в т.ч. за счет увеличения поставок газа из РФ и Катара), Газпром в случае ухудшения ситуации в Алжире и Египте может увеличить объем экспортных поставок. Однако пока производственная динамика концерна все еще выглядит безрадостно: в феврале снижение уровня добычи Газпрома год-к-году составляет 3.6 % (в целом по РФ – снижение на 1.4 %), что не добавляет оптимизма относительно перспектив восстановления производства компании до докризисного уровня.

Как бы то ни было, в последние месяцы бумаги Газпрома вызывают повышенный интерес у инвесторов (среднедневной объем торгов по акциям концерна составил \$ 1.15 млрд, что почти на 40 % выше чем в 2008-2010 гг.). Однако мы полагаем, что в отсутствии явных улучшений в производственных результатах Газпрома, бумаги GAZP на нынешних уровнях выглядят немного переоцененными с фундаментальной точки зрения. Возможно, что и на этот раз известная поговорка «Газпром растет последним» окажется близкой к истине.

Бумаги NVTK в феврале после январского затишья вновь принялись обновлять исторические максимумы, что стало следствием слухов о возможной победе компании в аукционе по продаже РУСИА Петролеум (владелец лицензии на Ковыктинское месторождение), блестящих производственных результатов и объявления о вхождении в уставной капитал НОВАТЭКа французской Total. При этом даже с учетом ожидаемого сохранения высоких темпов органического роста производства компании (в 2011 г. прирост собственной добычи НОВАТЭКа может составить 15 %), основные мультипликаторы, по которым рынок оценивает бумаги NVTK (EV/EBITDA 11 на уровне 20, P/E 11 – около 29), по нашему мнению, выглядят чересчур оптимистичными.

Ключевые рекомендации

На фоне мощного ралли в секторе в настоящее время сложилась интересная ситуация, когда мы впервые за долгие годы не можем выделить в качестве фаворита какую-либо нефтегазовую бумагу с высоким потенциалом роста. Отчасти в качестве инвестиционной идеи можно выделить акции Башнефть с потенциалом роста около 8 %.

Башнефть. Основными драйверами роста котировок BANE могут стать высокий уровень денежного потока, генерируемого компанией (основная причина – низкий уровень капитальных вложений), хорошая динамика по добыче нефти, победа в конкурсе на месторождения им. Требса и Титова, которая способна сгладить негативное влияние от ожидаемого увеличения налоговой нагрузки на downstream, и возможное партнерство с индийской ONGC.

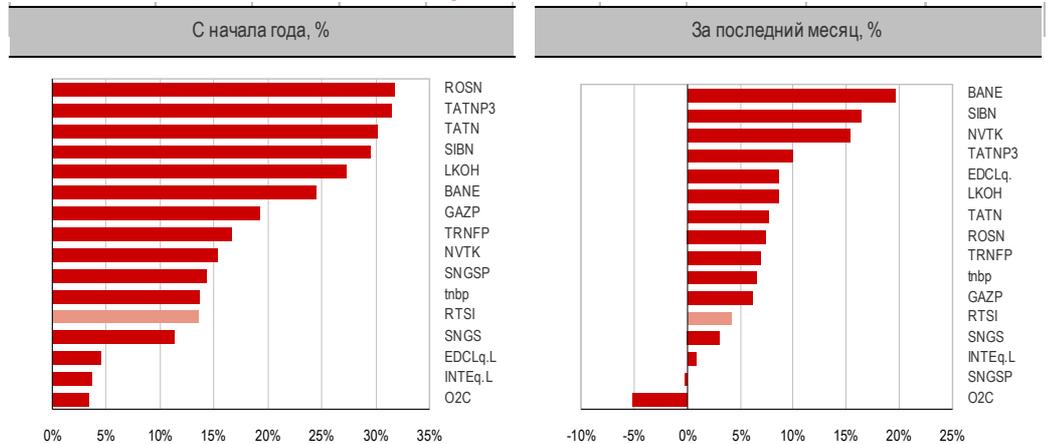
Основные рекомендации

	Цена \$	MCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация	
Нефть и газ									
Газпром	GAZP	7.6	178 392	5.4	1.9	4.4	7.1	-6%	продавать
Роснефть	ROSN	9.4	99 912	9.6	1.8	5.9	7.7	-18%	продавать
Лукойл	LKOH	72	56 383	7.1	0.7	4.3	73	2%	держать
ТНК-ВР	tnbp	3.1	46 341	7.8	1.2	5.1	2.4	-23%	продавать
Сургутнефтегаз	SNGS	1.17	41 923	7.8	0.8	3.3	1.01	-14%	продавать
НОВАТЭК	NVTK	12.7	38 405	33.1	10.3	22.9	9.4	-26%	продавать
Газпром нефть	SIBN	5.4	25 630	6.1	0.9	4.8	5.0	-7%	продавать
Татнефть	TATN	6.2	12 943	9.5	1.0	6.7	4.7	-24%	продавать
Башнефть	BANE	55	9 359	6.8	0.9	4.5	59	6%	держать
Привилегированные акции									
Транснефть п.	TRNFP	1 432	9 505	1.8	1.3	2.0			
Сургутнефтегаз п.	SNGSP	0.59	4 515				0.56	-4%	продавать
Татнефть п.	TATNP3	3.7	540				2.3	-39%	продавать
Нефтесервис									
БК Евразия	EDCLq.L	34	4 993	19.4	2.6	10.6	25	-26%	продавать
Интегра	INTEq.L	3.7	675	отр.	0.9	6.3	3.3	-11%	продавать
C.A.T. oil	O2C	10	507	18.0	1.5	6.6	9.4	-10%	продавать

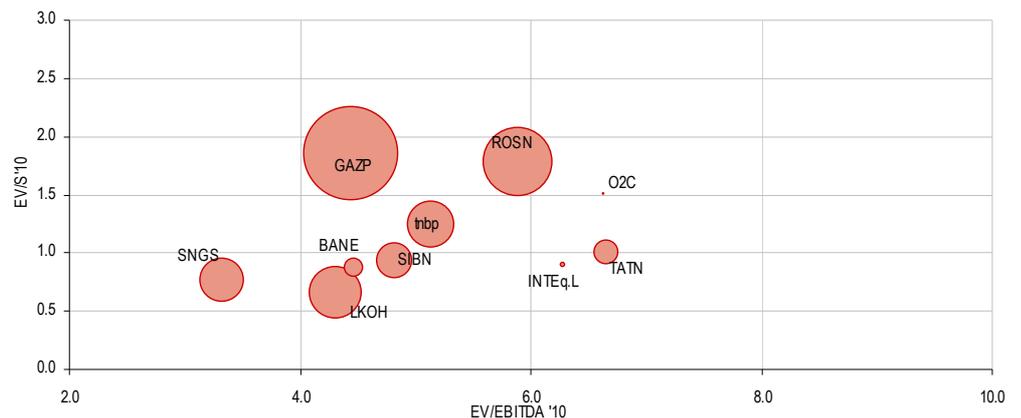
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 O	2011 П	2009	2010 O	2011 П	2009	2010 O	2011 П
Нефть и газ									
Газпром	94 154	113 106	117 317	35 368	47 209	43 638	24 541	32 920	27 676
Роснефть	46 826	63 047	67 865	13 478	19 096	16 517	6 514	10 400	8 129
Лукойл	81 083	97 466	107 530	13 715	14 771	15 658	7 011	7 966	8 622
ТНК-ВР	31 172	38 920	44 121	7 986	9 406	11 007	5 175	5 937	7 038
Сургутнефтегаз	24 624	31 509	33 636	6 472	7 212	7 173	5 503	5 354	5 289
НОВАТЭК	2 831	3 789	4 760	1 231	1 711	1 966	820	1 162	1 352
Газпром нефть	24 166	32 255	35 646	4 904	6 276	6 318	3 013	4 209	4 082
Татнефть	11 981	14 820	16 094	2 538	2 233	2 877	1 711	1 366	1 666
Башнефть	4 379	12 563	12 963	807	2 460	2 254	510	1 380	1 205
Привилегированные акции									
Транснефть п.	10 853	14 010	16 235	6 758	8 960	9 941	3 812	5 186	5 844
Нефтесервис									
БК Евразия	1 382	1 869	2 310	321	449	519	165	257	339
Интегра	836	887	1 052	55	126	150	-119	-27	32
C.A.T. oil	318	305	339	63	69	72	12	28	30

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей
Kucherov_AA@mmbank.ru

Металлургия

Есть возможности и риски

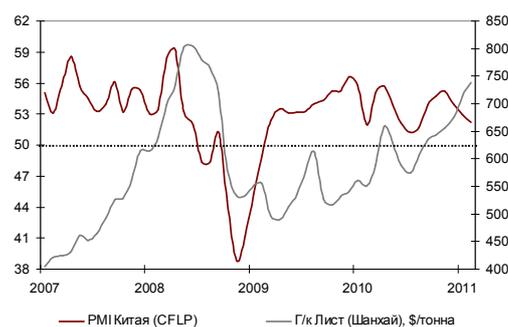
Ценовое ралли на рынке металлопродукции, продемонстрированное с начала текущего года продолжилось и в феврале. Отраслевые источники указывают, что российские металлурги смогли законтрактовать мартовские поставки по ценам выше февральских при достаточно высоких физических объемах. Тем не менее, продолжение данного ралли маловероятно, поскольку озвученные нами в февральской стратегии негативные для рынка металлопродукции факторы остаются в силе. Ввиду этого мы не стали пересматривать свои прогнозы по сектору в сторону повышения.

Основные тенденции

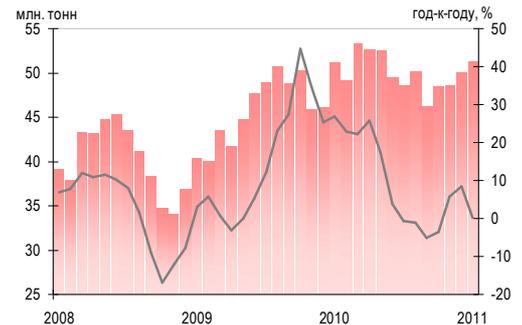
Высокие цены на сталь и цветные металлы (в феврале рост котировок металлопроката на мировом рынке продолжился – они прибавили еще около 10 %, в то время как цены на цветные металлы близки к пост-кризисным максимумам) делают акции российских металлургических компаний потенциально крайне выгодным объектом для инвестиций. Как мы отмечали в предыдущей стратегии, в случае если цены на сталь и сырьевые товары останутся на текущих уровнях до конца года, стоимость акций ряда российских металлургических компаний может удвоиться.

Однако впасть в излишний оптимизм по этому поводу все же не стоит. Ряд факторов заставляют нас придерживаться более консервативного подхода и пока не менять ни наших прогнозов по средним ценам на металлопрокат на 2011 год (они примерно на 15 % ниже текущих), ни, соответственно, таргетов по бумагам металлургов. Во-первых, существуют объективные опасения относительно того, что ралли на рынках металлургического сырья в начале года вызвано кратковременными факторами, и эти рынки до конца года будут «остывать» (небольшое снижение цен на коксующийся уголь и железную руду уже наблюдается, но пока оба эти продукта стоят на 40% и 3% соответственно дороже уровней начала года). Во-вторых, источником поводов для беспокойства остается Китай, во многом делающий погоду в мировой металлургии.

Индекс промышленного PMI и цены на сталь в Китае



Видимое потребление стали в Китае



Источники: таможенная статистика КНР, Markit, Bloomberg.

В январе закупки ЖРС со стороны Китая достигли рекордно высокого уровня. Тем не менее, статистика по производству и потреблению стали в КНР, индексам промышленного PMI для Китая, упавших в феврале до полугодового минимума, и сохранение сдерживающей денежно-кредитной политики китайских властей вызывают опасения относительно возможного снижения спроса на сталь и, соответственно, металлургическое сырье в Китае в 2011 г., толкая мировые котировки вверх. Кроме того, при наихудшем развитии событий Китай может и вовсе вновь стать крупным экспортером металлопродукции.

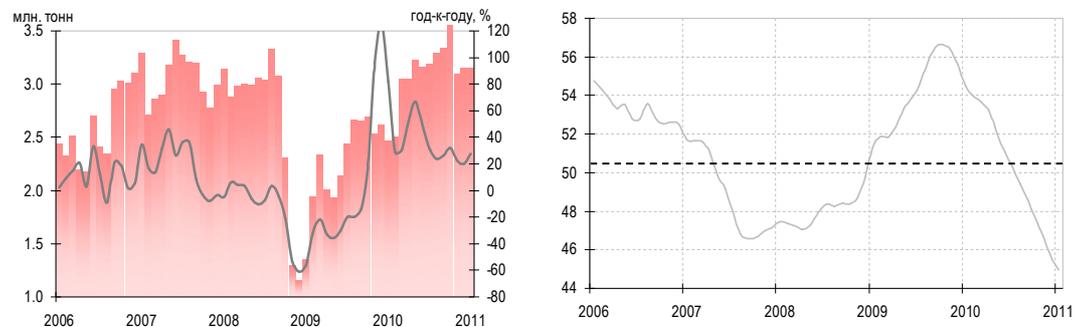
В иные времена, столь весомые опасения относительно страны, где потребляется почти половина мировой стали и от 1/3 до 1/2 цветных металлов, были бы достаточным основанием для того, чтобы ожидать обвала на рынках металлов и, соответственно, занять «медвежью» позицию

по отношению к акциям металлургических компаний. Однако сейчас мы ограничиваемся лишь ожиданием весьма ограниченного снижения цен на металлы с текущих крайне высоких уровней, прогнозируя при этом, что котировки акций лучших представителей металлургического сектора до конца года могут вырасти на 20-40 %. Факторы, которые заставляют нас более оптимистично смотреть на сектор, связаны с достаточно высоким реальным спросом за пределами КНР. В США, являющимися вторым по величине после Китая потребителем стали, похоже, начинается настоящий промышленный бум – темпы роста промпроизводства сейчас там превышают 5 %, что выше докризисных величин, а последние значения индекса промышленного PMI оказались максимальными за почти 7 лет.

Хороший спрос со стороны США позитивен для мировых цен на сталь, однако для российских металлургов куда более важным является внутренний рынок, который сейчас выглядит одним из самых мощных рынков стали в мире. Рост видимого потребления металлопроката в России в последние месяцы превышает 20 % год-к-году, объемы рынка уже по итогам 2010 года превзошли докризисные уровни (превысив результат 2007 года на 1%). Страна на 10 % увеличившая производство проката, на эту же величину сократила экспортные поставки и, более того, импортировав в 2010 году более 5 млн тонн стали, сама стала достаточно крупным импортером металлопродукции с высокой добавленной стоимостью.

Видимое потребление металлопроката в РФ

Доля экспорта в российском выпуске проката
(среднее за последние 12 месяцев), %



Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического
департамента Банка Москвы

Если так пойдет и дальше (а пока ожидать иного не приходится – высокие цены на нефть способствуют увеличению закупок труб, машиностроение чувствует себя достаточно уверенно, а строительству еще только предстоит продемонстрировать пост-кризисное восстановление), продукции для экспортных поставок у российских металлургов будет оставаться все меньше, а возможностей просить более высокую цену на свой товар, соответственно, все больше.

Ключевые рекомендации

Нашими ключевым рекомендациями остаются – **Северсталь**, **ММК**, **Распадская** и **Мечел**. Для Северстали, ММК и Мечела финансовые показатели за 1-й квартал могут оказаться наилучшими в этом году. У Распадской инвестиционный потенциал раскроется к концу года, когда будут завершены основные восстановительные работы на поврежденной шахте.

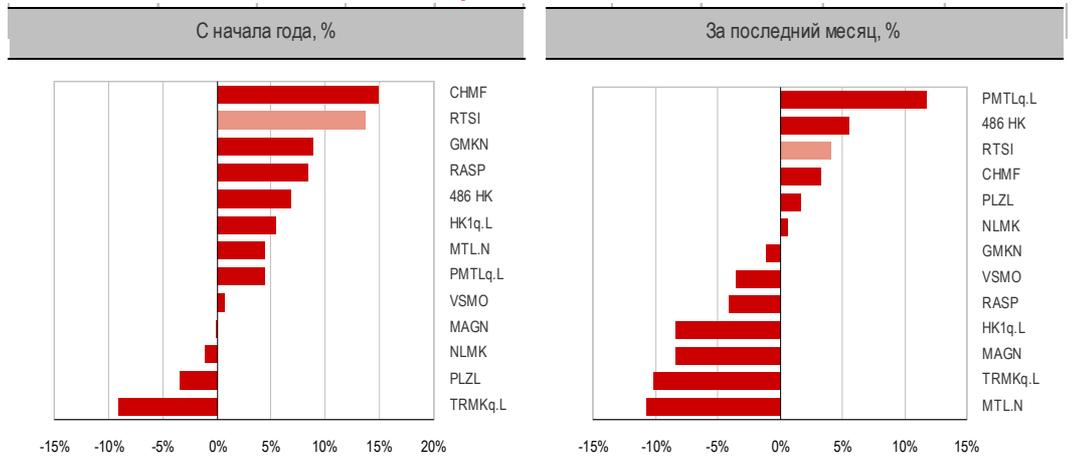
Основные рекомендации

	Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация	
Черная металлургия									
НЛМК	НК1q.L	4.68	28 054	23.3	3.7	13.1	3.82	-18%	продавать
Северсталь	NLMK	19.5	19 608	отр.	1.7	7.3	22.7	17%	покупать
Евраз Групп	CHMF	37.8	16 565	542.6	1.7	9.1	42.1	11%	держать
ММК	MAGN	1.08	12 030	26.1	1.7	9.4	1.48	37%	покупать
Цветная металлургия									
Норильский Никель	GMKN	255	48 673	9.3	3.0	6.3	250	-2%	продавать
РУСАЛ	486 HK	1.6	24 890	12.1	3.3	13.3	1.9	16%	покупать
Полюс Золото	PLZL	60.6	10 796	29.7	6.5	15.8	70.7	17%	покупать
Полиметалл	PMTLq.L	19.3	6 728	30.6	7.8	18.7	21.6	12%	держать
ВСМПО	VSMO	118	1 358	отр.	2.3	14.5	157	33%	покупать
Угольные компании									
Мечел	MTL.N	30.52	12 705	25.6	2.0	9.1	38.3	25%	покупать
Распадская	RASP	7.61	5 940	26.7	8.6	19.8	13.7	80%	покупать
Трубная промышленность									
ТМК	TRMKq.L	18.78	4 065	15.9	1.4	8.0	20.2	7%	держать

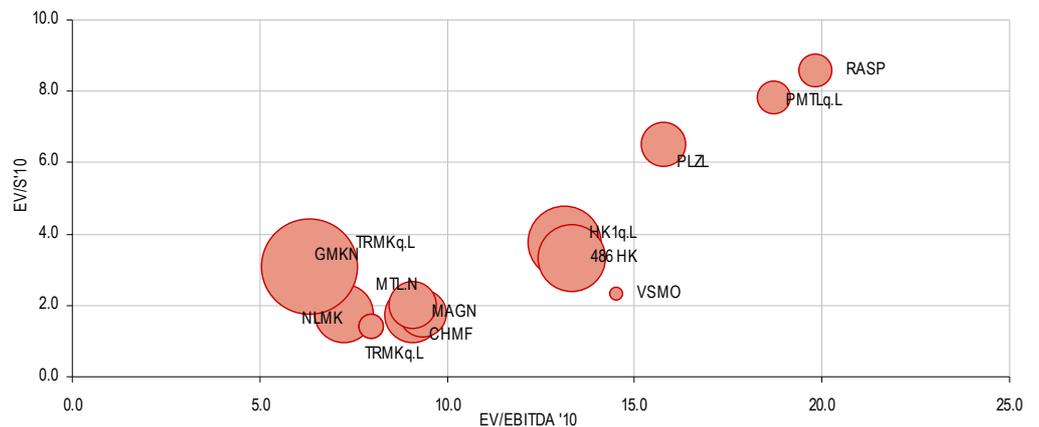
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П	2009	2010 О	2011 П
Черная металлургия									
НЛМК	6 140	7 758	9 727	1 370	2 208	2 962	216	1 204	1 975
Северсталь	13 582	13 573	17 879	1 034	3 263	4 173	-1 037	-515	2 221
Евраз Групп	9 772	13 837	16 084	1 237	2 609	3 255	-1 251	31	827
ММК	5 081	8 412	10 294	1 023	1 570	2 199	232	461	897
Цветная металлургия									
Норильский Никель	10 155	15 214	16 908	4 418	7 317	7 762	2 600	5 231	5 408
РУСАЛ	8 165	11 057	12 990	596	2 748	3 323	821	2 053	2 961
Полюс Золото	1 225	1 645	2 182	549	678	901	322	363	544
Полиметалл	561	941	1 701	226	392	910	96	220	630
ВСМПО	888	854	1 106	252	136	260	64	-14	89
Угольные компании									
Мечел	5 754	9 540	11 173	652	2 087	2 637	74	497	1 205
Распадская	497	707	1 005	252	306	705	117	223	441
Трубная промышленность									
ТМК	3 461	5 526	5 962	321	955	1 098	-316	255	345

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Электроэнергетика

Пришло ли время покупать?

Новый год российские энергетические компании начали снижением: по итогам последнего месяца бумаги компаний сектора потеряли в цене более 8 % по версии индекса ММВБ, в отдельных случаях снижение составляло более 15 %. Распродажи в секторе были вызваны планами правительства по борьбе с инфляцией, в том числе за счет энергетиков, что является очередной попыткой ввести «ручное регулирование» на свободном рынке.

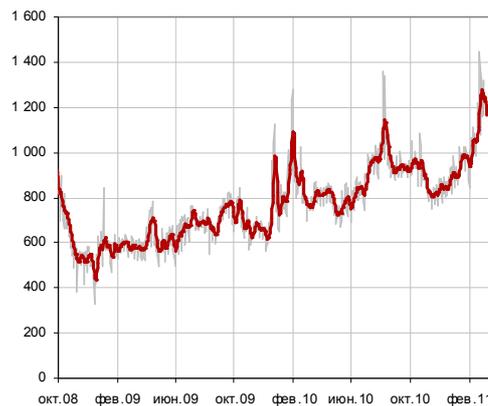
Мы полагаем, что при реализации худшего сценария потери энергетических компаний от предлагаемых новаций могут составлять до 20 %. Тем не менее, российский рынок электроэнергетики так и не был полностью сформирован к 2011 г., как планировалось ранее, в связи с чем риски изменения или отклонения от ранее заложенной траектории реформирования должны были присутствовать в оценке компаний. Кроме того, как показывает история последних двух лет, отклонения от траекторий реформы довольно быстро забываются инвесторами.

Основные тенденции

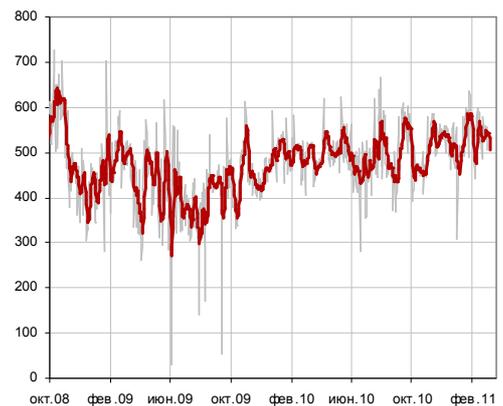
Похолодание и повысившийся спрос на энергию в феврале (на 3 % г-к-г) повлекли за собой необходимость запуска резервных мощностей с сопутствующим ростом свободных цен. Средняя цена электроэнергии в зоне Европа+Урал составила 1130 руб/МВтч, что примерно на 20 % выше январских уровней. В момент наибольшего спроса Газпром был вынужден ввести ограничение на потребление газа, и переключение на более дорогой мазут взвинтил цену электроэнергии до исторического максимума в 1450 руб/МВтч. В зоне Сибири в феврале, наоборот, наблюдалось потепление, и каких-либо значительных изменений свободных цен не произошло.

Цены на электроэнергию на РСВ, руб./МВт·ч (сглаженные)

Европа + Урал



Сибирь



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

Возврат к регулированию?

Главным событием месяца стало обсуждение правительством чрезмерно выросших цен на электроэнергию. Первоначальные планы правительства на 2011 год предусматривали повышение цен не более чем на 15 %, между тем в ряде регионов рост тарифов вышел за предельно допустимый уровень и превысил 50 %. Для обуздания роста цен правительство планирует в ближайшее время рассмотреть вопрос сокращения выручки компаний на 64 млрд руб., в том числе ГЭС и АЭС – на 16 млрд руб., прочей генерации – 19 млрд руб.,

распределительных сетей – 25 млрд руб., ФСК – 5 млрд руб.

Еще одним крупным событием в отрасли стало намерение регулирующих органов в лице Совета рынка пересмотреть правила работы рынка мощности. Подача ценовых заявок в ходе проведения аукциона может быть полностью отменена, и размер оплаты мощности будет определяться организатором торгов по особым индивидуальным критериям.

Риски растут, но растут и возможности!

Безусловно, очередное отступление от свободного рынка является негативным фактором, способным отпугнуть инвесторов от инвестиций в отрасль. Тем не менее, в предлагаемых правительством инициативах еще много неясного. Как и годом ранее, борьба с инфляцией может носить мягкий характер, т.е. озвученные доходы не будут изъяты, а скорее будут перенесены на более поздний срок. В данном случае влияние на стоимость будет минимальным, а негативная реакция рынка акций, скорее, дает новые возможности для входа.

Изменение же правил регулирования окажет более существенный эффект. Исходя из объявленного размера сокращения доходов 2011 г., наиболее негативно объявленные меры отразятся на Холдинге МРСК: выпадающие доходы превышают всю консолидированную прибыль компании за последний отчетный период и снизят прогнозируемый показатель EBITDA на 18-20 %. Влияние пересмотра тарифов на остальные компании мы оцениваем как более слабое: снижение EBITDA в ФСК может составить до 8 %, РусГидро – до 7 %, ОГК и ТГК – до 3-5 %. С учетом изменения правил работы рынка мощности, выпадающие доходы могут привести к переоценке оптовых генерирующих компаний на 15-20 %, при текущем потенциале более 30 %.

Мы склонны полагать, что второй вариант развития ситуации менее вероятен. Тем не менее, даже при внесении указанных изменений в качестве более защищенных инструментов можно рассматривать эффективные компании с высокой долей новых мощностей в структуре поступлений ближайших лет ОГК-4, ОГК-5 и РусГидро.

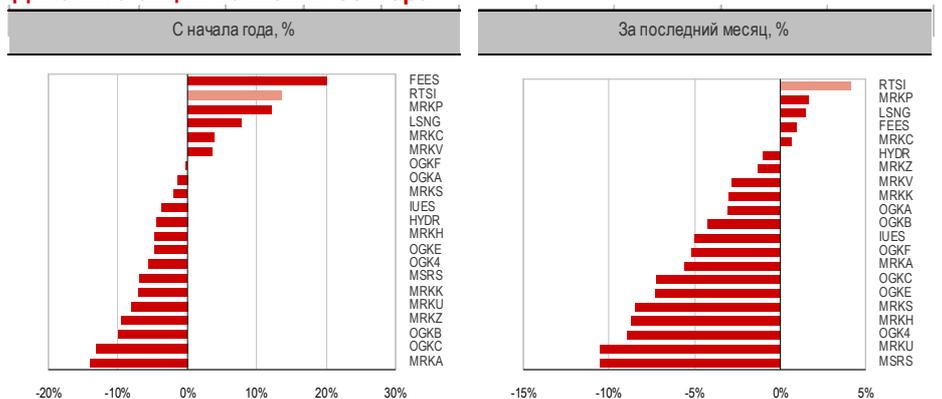
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Генерация электроэнергии									
РусГидро	HYDR	0.051	14 842	11.2	1.0	5.8	0.066	28%	покупать
ОГК-4	OGK4	0.09	5 742	28.1	3.3	15.7	0.12	33%	покупать
Интер РАО	IUES	0.0015	4 368	193.1	1.9	12.4	0.0018	21%	держать
ОГК-5	OGKE	0.09	3 102	21.5	2.4	11.4	0.13	48%	покупать
ОГК-3	OGK3	0.049	2 306	61.8	0.6	9.7	0.063	30%	покупать
ОГК-2	OGKB	0.053	1 732	14.6	1.2	9.1	0.081	53%	покупать
ОГК-1	OGKA	0.039	1 745	31.5	1.1	10.5	0.052	33%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.047	1 519	44.0	1.1	12.9	0.042	-11%	продавать
Электросети									
ФСК	FEES	0.014	17 788	25.9	3.8	6.9	0.012	-15%	продавать
Холдинг МРСК	MRKH	0.17	6 871	31.6	0.7	4.4	0.23	35%	покупать
МОЭСК	MSRS	0.05	2 473	9.7	1.0	3.6	0.07	40%	покупать
МРСК Центра	MRKC	0.05	1 934	10.2	1.1	5.1	0.05	3%	держать
МРСК ЦП	MRKP	0.011	1 253	47.0	0.8	6.2	0.014	24%	покупать
МРСК Волги	MRKV	0.006	1 091	отр.	1.0	11.0	0.008	23%	покупать
МРСК Урала	MRKU	0.010	885	44.8	0.5	4.5	0.014	36%	покупать
МРСК Сибири	MRKS	0.010	880	отр.	0.7	24.6	0.012	17%	держать
Ленэнерго	LSNG	0.92	848	18.4	1.1	4.1	1.20	31%	покупать
МРСК СЗ	MRKZ	0.007	642	отр.	0.8	15.7	0.011	57%	покупать
МРСК Юга	MRKA	0.005	252	отр.	0.9	6.0	0.006	28%	покупать
МРСК СК	MRKK	5.4	159	отр.	0.5	3.0	8.5	58%	покупать

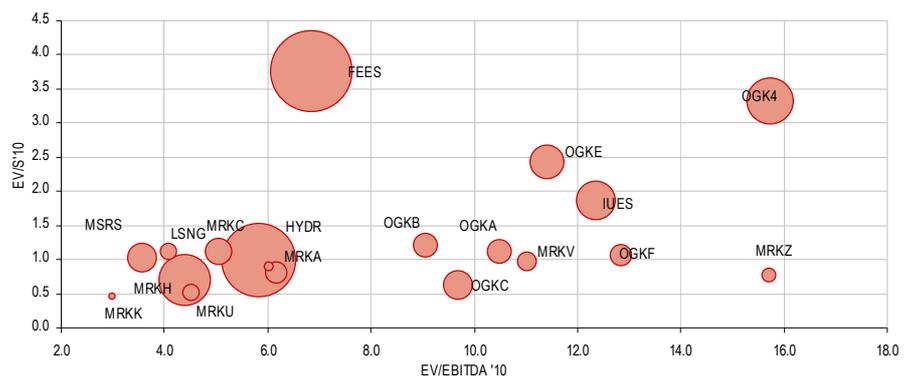
Финансовые показатели компаний сектора

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

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Телекоммуникации

Мобильные операторы уже одни из самых дешевых в мире

За прошедший месяц бумаги телекоммуникационных, медиа- и ИТ компаний изменились в цене незначительно. Среди голубых фишек мы предпочитаем МТС и VimpelCom Ltd. Ростелекому. Во втором эшелоне мы рекомендуем обратить внимание на медиа- и ИТ компании, а также акции Комстар ОТС вместо заметно подорожавших за последние несколько месяцев МРК.

Мы также отмечаем, что все анализируемые нами компании ориентированы, главным образом, на внутренний спрос, а значит, в наибольшей степени выигрывают от роста цен на нефть и укрепления рубля.

Основные тенденции

Мобильная и фиксированная связь: чем вызван столь сильный дисконт к аналогам?

В феврале значительных изменений в бумагах мобильной и фиксированной связи не произошло. Из новостей в отрасли мы бы выделили следующие события:

- По последним сообщениям Ростелекома, реорганизация Связьинвеста завершится в начале апреля. Сразу после этого оператор представит свою стратегию.
- Ростелеком и «большая тройка» мобильных операторов подписали соглашение, по которому каждая из этих компаний получит опцион на покупку 20 % оператора Скартел в 2014 году. На базе Скартела планируется создание инфраструктуры сетей LTE. Данная новость является позитивной, как для бумаг Ростелекома, так и для акций МТС и VimpelCom, так как означает, что российские телекоммуникационные операторы будут использовать единую инфраструктуру сетей LTE, что приведет к снижению их CAPEX.
- Голосование акционеров относительно сделки по покупке Wind, как и было запланировано, состоится, 17 марта. На наш взгляд, акционеры проголосуют за сделку, что добавит определенности. Негативным является конфликт между Altimor и Telenor.

Тем временем, несмотря на опережающие темпы роста российских компаний связи (CAGR выручки в 2010–2012 гг. 6-9 %, EBITDA – 7-9 %) в сравнении с мировыми аналогами (CAGR выручки в 2010 г. – 2012 гг. 2.5 %, EBITDA – 3.3 %), их дисконт по мультипликаторам остается высоким за исключением, разве что, Ростелекома.

Мультипликаторы телекоммуникационных компаний в регионах мира

	EV/EBITDA			P/E			EV/Sales			Sales Gagr	EBITDA Gagr	EBITDA
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	10 -12	10 -12	margin 2011
Северная Америка	5.4	5.2	5.0	16.6	15.2	13.9	1.9	1.9	1.9	0.8%	2.2%	36%
Западная Европа	6.0	5.9	5.8	11.7	11.3	10.6	2.1	2.1	2.0	2.2%	1.9%	35%
Азия	5.3	5.1	5.0	15.5	13.3	11.4	1.9	1.8	1.8	3.9%	3.7%	36%
Латинская Америка	4.9	4.6	4.5	13.0	11.4	10.2	1.8	1.6	1.6	4.5%	4.9%	35%
Восточная Европа	5.2	5.2	5.1	12.7	12.4	11.8	2.1	2.0	0.9	-0.4%	1.7%	39%
Африка и Ближний Восток	5.7	5.5	5.2	10.8	10.5	9.5	2.4	2.4	2.3	4.1%	5.2%	43%
среднее	5.4	5.2	5.1	13.4	12.3	11.2	2.0	2.0	1.8	2.5%	3.3%	37%
МТС	4.5	4.1	3.9	11.0	10.1	9.6	2.0	1.8	1.7	8.9%	7.1%	43.4%
дисконт	17%	22%	23%	17%	19%	14%	3%	10%	4%			
VimpelCom Ltd	4.3	3.9	3.7	10.6	9.6	9.2	2.0	1.8	1.7	8.6%	7.2%	46.3%
дисконт	22%	26%	27%	21%	22%	18%	1%	8%	2%			
Ростелеком	5.4	5.1	4.8				2.1	2.0	2.0	6.2%	9.4%	41.0%
дисконт	1%	3%	6%				-2%	-2%	-12%			

Источник: Bloomberg, Аналитический Департамент Банка Москвы

Мы отмечаем, что темпы роста телекоммуникационных компаний не являются определяющими при оценке их стоимости. Инвесторы принимают во внимание и ряд других факторов:

- **Страновой риск.** На наш взгляд, **данный фактор является одним из определяющих.** Телекоммуникационные компании в глазах инвесторов являются ставкой на дивиденды, что предполагает стабильность. Операторы связи Северной Америки, Западной и Восточной Европы имеют самые низкие темпы роста в отрасли, при этом являются самыми дорогими.
- **Уровень CAPEX.** Капитальные затраты российских телекоммуникационных компаний находятся на уровне 20 % выручки, и, скорее всего, вырастут в ближайшие годы. Для сравнения, у операторов Восточной Европы данный показатель составляет 10 -15 %. При этом, смогут ли операторы связи, монетизировать свои вложения, остается вопросом у инвесторов во всем мире.
- **Мобильные операторы, как правило, стоят дороже операторов фиксированной связи.** Данный факт обусловлен оттоком абонентов из сетей фиксированных операторов в сети мобильных. Кроме того, рентабельность фиксированных компаний снизится при увеличении доли выручки от предоставления услуг доступа в Интернет.
- **Возможные M&A.** Сделка VimpelCom по покупке Wind TeleCom способствовала нарастанию негативных настроений в секторе. При этом на наш взгляд, отрицательное влияние на стоимость сотовых компаний сильно преувеличено.

Учитывая все вышесказанное, мы делаем вывод, о том, что несмотря на более высокие темпы роста, российские телекоммуникационные компании не должны стоить дороже операторов из Восточной Европы и тем более из развитых стран. Однако дисконт к операторам из Африки и Ближнего Востока кажется нам совершенно неоправданным.

Мы считаем, что справедливая стоимость российских мобильных операторов должна находиться в районе 5 – 6.5 EV/EBITDA 11. Наши DCF модели дают оценку около 5.2 EV/EBITDA, что ближе к нижней границе. Столь низкая оценка обусловлена тем, что мы учитываем риск возможных M&A и усиления конкуренции.

На наш взгляд, справедливая стоимость Ростелекома должна находиться в диапазоне 4 – 5.5 EV/EBITDA 11. Наша DCF модель дает оценку в 4 EV/EBITDA, что является нижней границей. Столь низкая оценка обусловлена тем, что около 30 % выручки оператора будет приходиться на сегменты с отрицательными темпами роста доходов (МГ, МН-связь, присоединение и пропуск трафика). Компании также будет необходим большой CAPEX для модернизации своих опорных сетей доступа в Интернет с xDSL на FTTH. И, наконец, самое главное, у оператора еще нет стратегии развития.

В любом случае, даже если отвлечься от DCF моделей и смотреть сугубо на мультипликаторы, потенциал роста бумаг Ростелекома уже практически исчерпан, а мобильные операторы выглядят крайне дешево.

Медиа и ИТ

Бумаги СТС Медиа в феврале выглядели хуже рынка, подешевев на 2.5 %. Тем временем компания представила неплохие результаты за 2010 г. и дала оптимистичные прогнозы на 2011 г. Некоторым негативом является тот факт, что медиагруппа ожидает увеличения эффективной ставки налога. Однако если прогнозируемые компанией темпы роста выручки в 20 % и рентабельность в 38-40 % (по текущей системе расчета) окажутся реальностью, нам придется поднимать наш таргет. Впрочем, даже при наших консервативных предположениях бумаги СТС медиа выглядят недорого на текущих уровнях.

Из событий в ИТ отрасли мы бы выделили отчетность IBS Group за 9 мес. 2010 г. На наш взгляд, результаты IBS Group выглядят неоднозначно. С одной стороны, компания продемонстрировала впечатляющие темпы роста доходов во всех сегментах и повысила прогноз по выручке на 2010 г. С другой стороны, представители IBS также отметили, что рентабельность ИТ услуг вряд ли вырастет по сравнению с прошлым годом, что хуже наших ожиданий.

Мы отмечаем, что результаты ИТ компаний за 2011 год могут оказаться выше текущих ожиданий рынка, так как данные компании ориентированы на внутренний спрос и в большей степени выигрывают от роста цен на нефть.

Ключевые рекомендации

Голубые фишки: ADR MTC и VimpelCom Ltd.

Второй эшелон: СТС Медиа, Комстар-ОТС

Small Cap: IBS Group, Армада

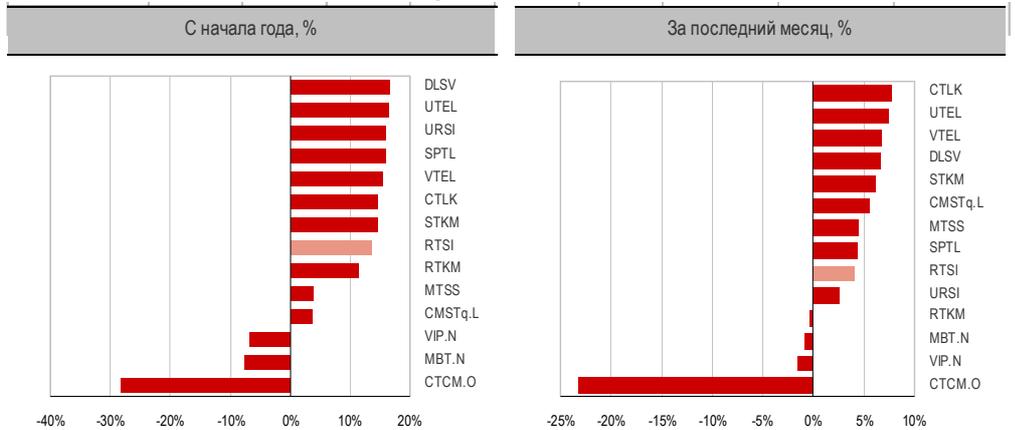
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Мобильная связь									
MTC (ADR)	MBT.N	19.27	18 469	11.4	2.0	4.6	23.80	24%	покупать
MTC (локальные)	MTSS	8.83	16 919	10.5	1.5	3.4	10.10	14%	держать
VimpelCom Ltd.	VIP.N	14.04	18 126	10.6	2.0	4.3	17.50	25%	покупать
Фиксированная связь									
Ростелеком	RTKM	5.71	4 162	19.7	2.3	11.7	4.11	-28%	продавать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	6.93	2 896	17.9	2.0	5.3	8.33	20%	покупать
Центртелеком	CTLK	1.23	1 944	9.4	2.0	4.6	1.06	-14%	продавать
Уралсвязьинформ	URSI	0.05	1 754	16.8	1.7	4.6	0.05	-13%	продавать
Волгателеком	VTEL	5.29	1 301	9.9	1.3	3.5	4.61	-13%	продавать
Сибирьтелеком	STKM	0.10	1 212	12.5	1.3	3.6	0.09	-12%	продавать
СЗТ	SPTL	1.15	1 010	13.0	1.5	3.6	1.00	-13%	продавать
ЮТК	UTEL	0.24	724	18.0	1.8	5.2	0.21	-13%	продавать
Дальсвязь	DLSV	5.03	481	5.2	0.9	2.6	4.38	-13%	продавать
Медиа и IT									
СТС Media	CTCM.O	22.23	3 428	26.8	5.9	16.9	26.45	19%	покупать
IBS	IBSG	30.10	748	31.3	1.2	14.8	38	26%	покупать
Армада	ARMD	15.52	186	24.8	1.3	12.8	20.50	32%	покупать

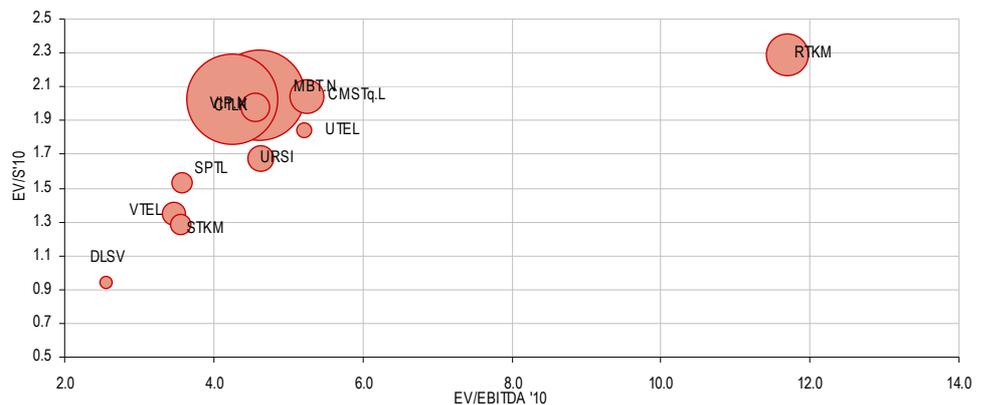
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 O	2011 П	2009	2010 O	2011 П	2009	2010 O	2011 П
Мобильная связь									
MTC	9 824	11 127	12 454	4 474	4 920	5 410	1 004	1 613	1 774
VimpelCom Ltd.	8 703	10 936	12 167	4 273	5 200	5 718	1 122	1 710	1 886
Фиксированная связь									
Ростелеком	2 067	2 081	2 182	374	407	460	171	211	233
Комстар-ОТС	1 480	1 786	1 920	591	692	748	-206	162	185
Центртелеком	1 150	1 334	1 373	477	574	606	134	206	242
Уралсвязьинформ	1 295	1 516	1 574	452	544	585	55	105	142
Волгателеком	1 053	1 224	1 261	391	474	509	72	131	169
Сибирьтелеком	1 244	1 457	1 509	429	522	553	44	97	127
СЗТ	831	969	1 000	339	413	440	41	78	100
ЮТК	675	774	800	218	273	294	-2	40	67
Дальсвязь	543	638	667	192	234	254	59	92	106
Медиа и IT									
СТС Media	506	572	649	211	199	232	100	128	150
IBS	505	647	851	34	54	76	13	24	40
Армада	98	128	172	2	13	21	1	8	13

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Банковский сектор

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

На пути к новым вершинам

SPO ВТБ негативно отразилось на динамике двух основных фишек в российском банковском секторе. К счастью, оно завершилось успешно. С тех пор акции банковского сектора заметно восстановились. Нашим фаворитом в секторе по-прежнему остается Сбербанк. Мы отмечаем, что практически все фундаментальные и технические идеи в этой бумаге сохраняются.

Динамика отрасли: восстановление после SPO ВТБ

SPO ВТБ негативно повлияло на динамику акций банковского сектора. Тем не менее, спустя две недели после завершения сделки акции ВТБ выросли на 9.3%, однако они все еще торгуются на 9.2% ниже своих максимумов этого года. Акции Сбербанка выросли с начала года на 5.2% (ниже максимумов на 1.5%). С момента SPO акции Сбербанка выросли на 9.4%.

Рекомендации: Сбербанк по-прежнему в «шорт-листе»

Акции Сбербанка находятся в нашем «шорт-листе» на покупку в настоящее время. Акции практически полностью отыграли падение после SPO ВТБ. Наша целевая цель по обыкновенным акциям Сбербанка на конец 2011 г. составляет \$4.1 (потенциал роста к текущей цене - порядка 13%). Мы по-прежнему отмечаем сохранение у акций Сбербанка как фундаментальных, так и технических драйверов для роста:

- **Акции Сбербанка все еще дешевле относительно мировых аналогов.** На фоне мировых аналогов Сбербанк торгуется с дисконтом по коэффициенту P/BV на конец 2011 г. (1.8x) к торгуемым банкам Латинской Америки в 23% и 3% к банкам Индии и Китая. При этом по нашим оценкам ROE Сбербанка может достигнуть порядка 29% в 2011 г., а рентабельность китайских и латиноамериканских банков находится на уровне 20%.
- **Сильное начало года.** В январе 2011 г. Сбербанк опередил банковскую систему по динамике кредитования как корпоративных, так и розничных клиентов. Банк отражает значительное снижение чистых отчислений в резервы, что будет положительно влиять на чистую прибыль в этом году.
- **Хорошие ожидания на 2011 г.** Чистая прибыль только за январь составила 26 млрд руб. Официальный прогноз банка - пока более 200 млрд руб. Мы полагаем, что чистая прибыль Сбербанка может вырасти с более чем 150 млрд руб. (по МСФО) до 300 млрд руб., что предполагает рост ROE до примерно 29%. Менеджмент банка как всегда консервативен, но уже сдвинул прогноз прибыли по 2011 г. с 200-220 млрд руб. до 230-250 млрд руб.
- **Приватизация окажет скорее положительный эффект на акции Сбербанка.** Во втором полугодии Сбербанк вероятно (в конечном итоге в зависимости от конъюнктуры рынков) проведет SPO при продаже 7.5% акций. Этому событию, скорее всего, будет предшествовать запуск программы DR, что расширит международную базу инвесторов в акции Сбербанка, а соответственно и спрос на них. Сбербанк уже начинает набирать пул стратегических инвесторов, среди которых может оказаться ВЭБ, который не принимал участие в SPO ВТБ и выразил желание участвовать в SPO Сбербанка.
- **Государство «простимулирует» рост котировок банка.** На наш взгляд, государство снова захочет продать акции госбанка как можно дороже и постарается «продвинуть» банковский сектор в глазах инвесторов в этом году, что будет стимулировать рост котировок Сбербанка. Напомним, что с момента объявления о приватизации ВТБ о продаже акций стратегам их котировки выросли на 30% до момента начала публичного SPO.
- **Действия менеджмента дают четкий сигнал к покупке.** Наконец, наши слова подтверждают действия менеджмента Сбербанка, который, не дожидаясь запуска опционной программы, активно увеличивает вложения в акции Сбербанка.

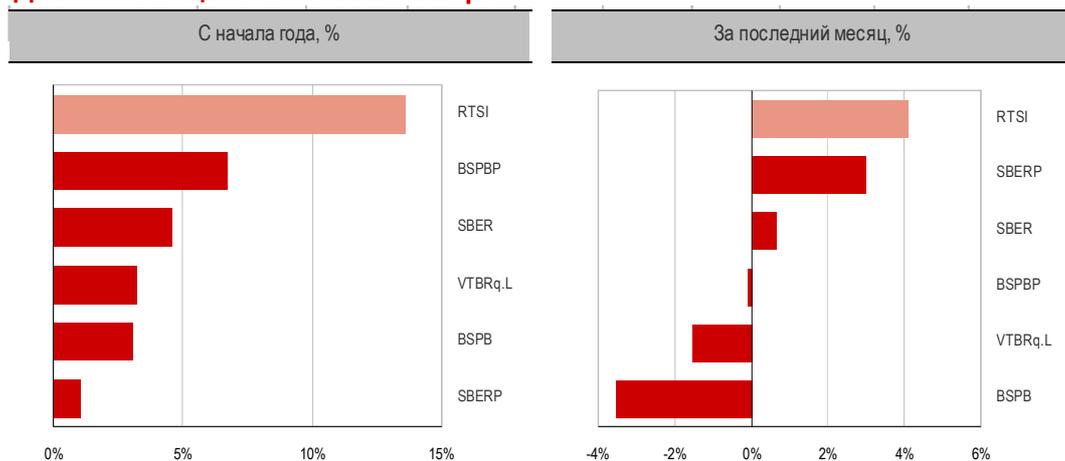
Основные рекомендации

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 11	ROE, % 11	P/BV 11	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	3.6	77 068	7.0	29.6	1.8	4.1	15%	держать
ВТБ	VTBRq.L	6.8	35 585	8.9	20.3	1.6	7.6	12%	держать
Банк Санкт-Петербург	BSPB	5.7	1 991	5.7	32.4	1.3	5.4	-6%	продавать
Привилегированные акции									
Сбербанк п.	SBERP	2.5	124						
Банк Санкт-Петербург п	BSPBP	6.2	403				6.1	-1%	продавать

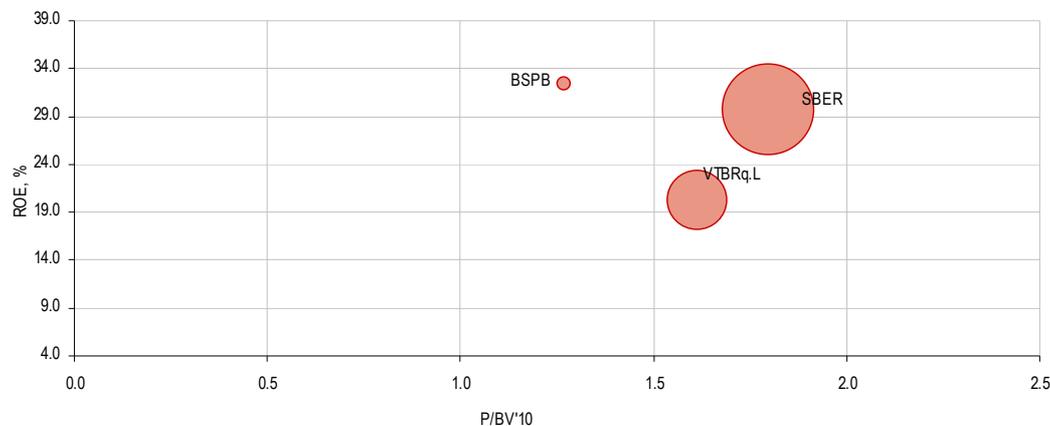
Финансовые показатели компаний сектора

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

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Виталий Купеев
Kupееv_VS@mmbank.ru

Потребительский сектор

Ожидаем разворот потребительских настроений

Акции компаний потребительского сектора в прошлом месяце дешевели, потеряв в цене в среднем 2% в рублевом выражении, против роста индекса ММВБ на 5%. Основными отстающими бумагами стали акции ритейлеров, а также бумаги Синергии под влиянием проводимого размещения новых акций на рынке и плохой отчетности ближайшего конкурента.

Данные опросов независимых агентств по уровню потребительской уверенности в России, а также официальная статистика Росстата выглядят разочарывающими. В то же время мы полагаем, что текущие высокие уровни цен на нефть и продолжающееся укрепление курса рубля будут способны положительно повлиять на рост располагаемых доходов населения, что непременно найдет свое отражение в оценках компаний потребительского сектора в ближайшее время.

Мы оставляем долгосрочный позитивный взгляд на акции Х5, Дикси и Синергии.

Основные тенденции

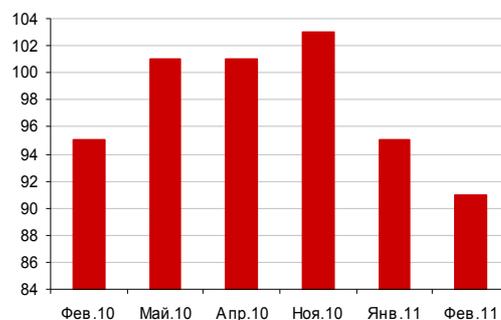
Текущие потребительские настроения и динамика розничных продаж разочаровывают, однако высокая нефть и укрепляющийся рубль сулят неплохие перспективы

По данным Левада Центра потребительские настроения россиян с начала 2011 года непрерывно ухудшаются. В феврале 2011 года индекс потребительских настроений, рассчитываемый Центром, упал ниже прошлогоднего значения, прежде всего, за счет более низких ожиданий (уровня социального оптимизма). На наш взгляд, это является, в первую очередь, продолжающейся реакцией на ускорение инфляции, вызванной резким повышением цен на продукты питания ввиду засухи и, как следствие, замедления роста реальных располагаемых доходов населения.

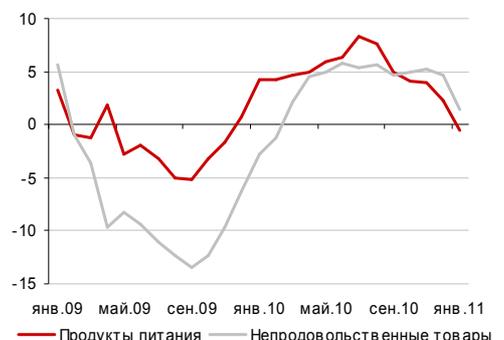
Официальная статистика лишь подтверждает данную тенденцию. Данные Росстата за январь свидетельствуют о существенном замедлении роста розничных продаж (до +0.5%), в то время как продажи продовольственных товаров снизились на 0.5%, а рост в категории непродовольственных товаров замедлился до 1.4% г-г против роста на 4.6% в декабре.

В то же время мы полагаем, что текущие высокие цены на нефть и продолжающееся укрепление курса рубля смогут положительно повлиять на рост располагаемых доходов населения, что непременно должно найти свое отражение как в общих макроэкономических показателях, так и в оценках компаний потребительского сектора в ближайшее время.

Индекс потребительских настроений



Динамика розничных продаж в натуральном выражении, год к году, %



Источники: Левада Центр, Росстат

Корпоративные новости

Прошедший месяц был не очень богат на корпоративные новости, однако даже незначительный

поток новостей все же смог оказать достаточно ощутимое влияние (по большей части, негативное) на котировки большинства акций.

Котировки **GDR X5 Retail Group** упали на 5 % за последний месяц, после того как в начале февраля в российской прессе появились сообщения о возможном приобретении компанией миноритарной доли в одном из крупнейших европейских ритейлеров Metro AG, а также российских активов компании в продуктовой рознице – гипермаркетов Metro Cash&Carry и магазинов Real.

Магнит показал отличные операционные данные за январь. Чистая выручка компании повысилась более чем на 51 % г-к-г вследствие увеличения торговой площади на 35 %, а также роста сопоставимых продаж, подтверждая ожидания рынка относительно сохранения компанией позиции самого быстрорастущего российского ритейлера в 2011 году и оправдывая тем самым премию в оценке акций. Краткосрочным катализатором роста бумаг может стать публикация финансовой отчетности компании за 2010 год по МСФО 25 марта.

Последние операционные результаты **Дикси** оказались нейтральными и не оказали существенного влияния на оценку акций рынком. Однако мы отмечаем, что ускорение открытия магазинов в этом году на фоне сохраняющейся на высоком уровне инфляции может позволить компании показать ускорение роста продаж к концу года. Мы обращаем внимание на сохраняющийся потенциал роста в бумагах Дикси, который может стать более существенным, после учета в оценках сделки по приобретению сети Виктория, которая, как ожидается, будет закрыта в мае.

Акции **Синергии** стали аутсайдерами этого месяца на фоне избыточного предложения бумаг на рынке из-за размещения новых акций компании, а также в связи с негативной реакцией рынка на плохую отчетность ближайшего конкурента польской группы CEDC (владеет компанией «Русский алкоголь», крупнейшим производителем водки в России). Мы отмечаем, что вышеперечисленные факторы являются кратковременными и не влияют на инвестиционную привлекательность Синергии. Акции компании остаются долгосрочным фаворитом в секторе.

Фармстандарт опубликовал достаточно сильные результаты продаж за 4-й квартал 2010 года. Выручка компании за весь 2010 год оказалась выше наших прогнозов за счет более высоких продаж продуктов сторонних производителей, а также сильных показателей безрецептурного сегмента, несмотря на эффект высокой базы прошлого года и высоких показателей продаж 3-го квартала. Также в феврале PHST завершил выкуп 1.85 млн (4.9 %) собственных акций. Общая цена пакета составила 5.6 млрд руб., что соответствовало рыночной оценке на момент выкупа. По сообщениям в прессе, более половины акций были выкуплены у основного акционера компании. Мы отмечаем, что данный факт может вызвать вопросы инвесторов относительно качества корпоративного управления в компании, что может оказывать краткосрочное давление на котировки.

Ключевые рекомендации

Высокие цены на нефть и укрепляющийся рубль – позитивные факторы для компаний потребительского сектора. Мы считаем, что текущие высокие уровни цен на нефть и продолжающееся укрепление курса рубля смогут положительно влиять на рост располагаемых доходов населения, что непременно должно отразиться в оценках компаний потребительского сектора.

GDR X5 продолжают быть интересными. Мы продолжаем считать, что коррекция GDR X5 с начала года более чем на 10 %, а с учетом корректировки на изменения обменного курса рубля более чем на 18 %, не несет в себе фундаментальных причин и в большей степени является реакцией на спекуляции о возможном приобретении компанией миноритарного пакета в одном из крупнейших европейских ритейлеров Metro AG. Так как мы слабо верим в подобный вариант развития событий, мы рекомендуем воспользоваться текущей слабостью в котировках и покупать акции компании, которые имеют потенциал роста до конца года более чем на 35 %.

Наша ставка на Дикси и М.видео оправдала себя – ждем катализаторов для дальнейшего роста. Акции Дикси и М.видео выросли с начала года на 11 % и 8 % соответственно, что делает эти бумаги одними из лучших в секторе. Мы не исключаем, что акции Дикси могут продолжить свой рост по мере появления параметров допэмиссии и приближения сделки по приобретению сети «Виктория», условия которой, на наш взгляд, выглядят достаточно привлекательными, а сама сделка создает дополнительную стоимость для акционеров Дикси. В случае с М.видео

дополнительным катализатором роста бумаг могут стать операционные результаты компании за 1-й квартал (ожидаются 14 апреля).

Мы сохраняем долгосрочный позитивный взгляд на акции Синергии. В прошлом месяце бумаги потеряли в цене около 7% на фоне размещения новых акций, а также в связи с негативной реакцией рынка на плохую отчетность ближайшего конкурента – польской компании CEDC, что, впрочем, никак не влияет на инвестиционную привлекательность Синергии. Акции компании остаются одним из наших фаворитов в секторе.

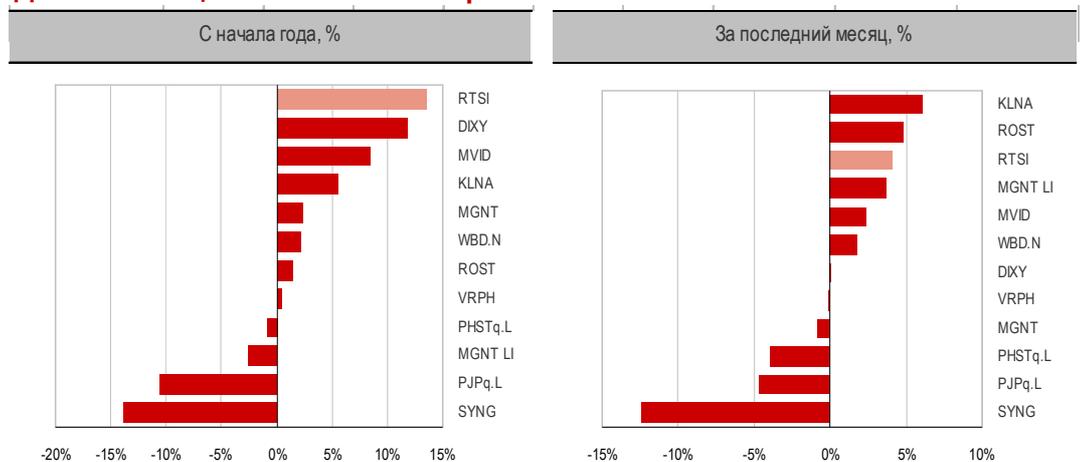
Основные рекомендации

	Цена \$	MCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация	
Розничные сети									
X5	PJPq.L	41	11 225	30.8	1.1	13.9	55	33%	покупать
Магнит (локальные)	MGNT	136	12 100	34.4	1.7	19.6	136	0%	продавать
Магнит (GDR)	MGNT LI	28.6	12 701	36.1	1.7	20.5	31.3	10%	продавать
M-Видео	MVID	9.5	1 701	28.5	0.6	11.2	11	16%	покупать
Дикси	DIXY	14.5	1 218	140.8	0.7	13.2	16.8	16%	покупать
Росинтер	ROST	24	395	34.6	1.3	12.1	23	-5%	продавать
Продукты питания и напитки									
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	33.68	5 928	45.4	2.6	21.5	33	-2%	продавать
Синергия	SYNG	41.53	906	14.6	1.4	8.2	55	32%	покупать
Фармацевтика и косметика									
Фармстандарт	PHSTq.L	28.25	4 271	18.8	4.7	12.9	30	6%	держат
Верофарм	VRPH	50.10	501	11.9	2.8	8.2	50	0%	держат
Калина	KLNA	30.04	253	10.2	0.7	5.8	32	7%	держат

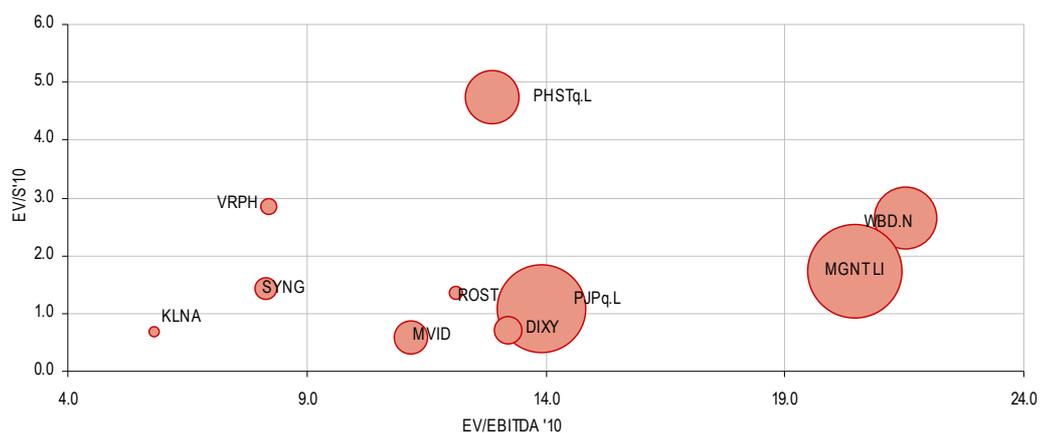
Финансовые показатели компаний сектора

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

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Автомобилестроение

Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Хорошее начало года

Российский автомобильный рынок в начале года демонстрирует высокие результаты, что может сгладить негативное влияние от недавнего повышения цен на стальной лист российскими металлургами. Кроме того, с началом года приходит все больше позитивных новостей о развитии кооперации российских производителей с иностранными игроками, что создает долгосрочные факторы стоимости отечественных компаний.

Вместе с тем, мы полагаем, что в текущих условиях последние изменения уже отражены в текущей стоимости акций российских компаний.

Основные тенденции

Российский автомобильный рынок начал год довольно существенным ростом. Январский более чем 70 % рост продаж новых автомобилей, вполне может повториться и в феврале. Так, крупнейший российский автопроизводитель АвтоВАЗ уже подвел итоги февраля, отразившие 86 %-ном прирост.



Источники: АЕВ, АвтоВАЗ, Аналитический департамент Банка Москвы

В феврале автопроизводители перезаключили договоры поставок автолиста. По данным СМИ, в текущем году металлурги повысят цены в среднем на 15-20 %. Таким образом, металлурги не пошли на большие уступки автопроизводителям. Рост цен на основной материал производства может привести к удорожанию российских автомобилей на 7-9 %, что даже с учетом бурного начала года на российском автомобильном рынке, может оказать давление на наиболее дешевые автомобили.

Впрочем, принятие новых правил «промсборки» и связанные с ними стремления иностранных производителей развивать совместное производство с российскими заводами снижают фундаментальную зависимость стоимости российских производителей от текущего модельного ряда. Так, напомним, что в начале года Группа ГАЗ, подписала соглашение о совместном производстве с VW и GM, КАМАЗ объявил планы по сборке на своих мощностях автомобилей Daimler. Кроме того, акционеры КАМАЗ еще раз подтвердили возможность объединения российского производителя с минским автозаводом.

Ключевые рекомендации

Российский автомобильный рынок начал год наравне с крупнейшими мировыми площадками (США +21 %, Германия + 15 %, Франция + 14 %). Столь резкое восстановление крупнейших рынков дает преимущество глобальным игрокам автомобилестроительной отрасли, и, соответственно, приблизительно одинаковые мультипликаторы локальных игроков и глобальных корпораций сейчас выглядят не совсем оправданно. В данной связи, мы полагаем, что даже несмотря на появление новых долгосрочных драйверов роста, текущая оценка российских автопроизводителей не создает привлекательных условий для покупки их акций.

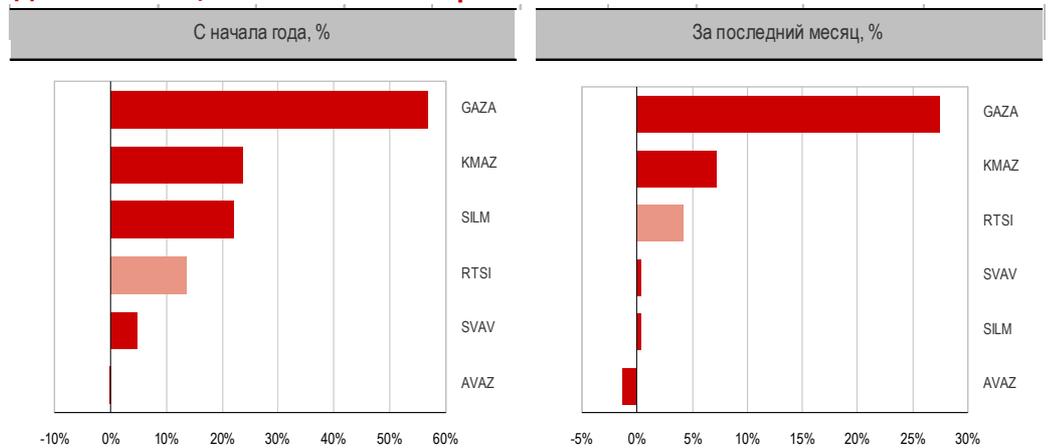
Основные рекомендации

	Цена \$	MCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация	
Автомобилестроение									
КАМАЗ	KMAZ	2.92	2 068	отр.	0.9	17.2	2.20	-25%	продавать
АвтоВАЗ	AVAZ	1.10	1 528	12.7	0.8	7.1	0.90	-18%	продавать
ГАЗ	GAZA	58.0	1 074	отр.	0.6	18.3			
Sollers	SVAV	22.1	758	отр.	0.9	18.7	23.7	7%	держать
Энергетическое машиностроение									
Силловые машины	SILM	0.37	3 194	266.2	2.0	24.5			

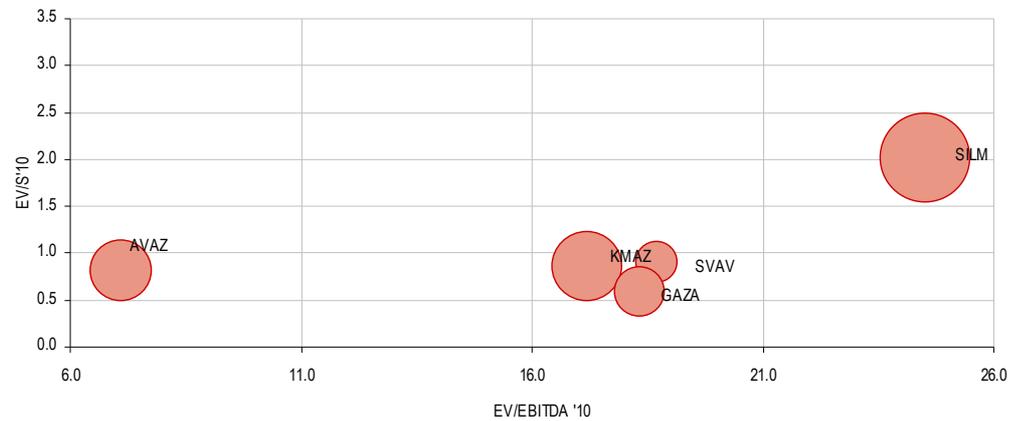
Финансовые показатели компаний сектора

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

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

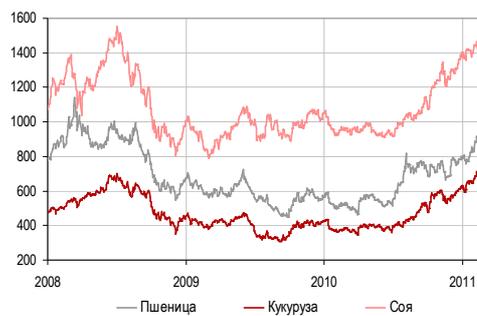
Отношение к сектору не меняется

Несмотря на то, что «ралли» на рынках сельхозтоваров приостановилось, в феврале производителям калийных удобрений вновь удалось повысить цены на свою продукцию. Наши таргеты по сектору выглядят все более консервативно, однако осторожное отношение к отрасли остается неизменным.

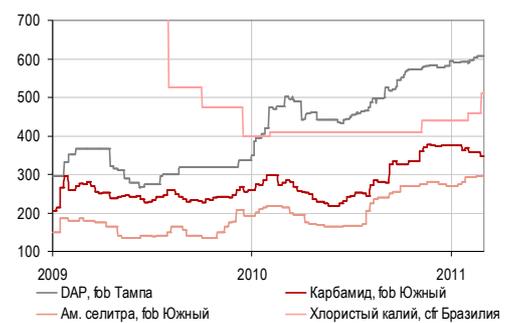
Основные тенденции

В феврале на фоне геополитических волнений «ралли» на рынке продовольствия приостановилось, а стоимость некоторых ключевых сельхозкультур даже подверглась заметной коррекции. Впрочем, даже после некоторого снижения, текущие цены на основные сельхозпродукты по историческим меркам все еще являются очень высокими и вполне достаточными для того, чтобы стимулировать фермеров увеличивать посевные площади и урожайность благодаря внесению большего количества минеральных удобрений, цены на которые все еще в 2-2.5 раза ниже пиковых уровней 2008 года.

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



Цены на основные виды минеральных
удобрений



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В прошедшем месяце поднять цены, воспользовавшись благоприятной конъюнктурой рынка, удалось производителям калийных удобрений. Цены для бразильского рынка были увеличены на \$ 50 за тонну до \$ 510-525 за тонну. На очереди другой важнейший для калийщиков рынок – Индия, куда удобрения поставляются в рамках годового контракта, истекающего в марте с.г. Новое соглашение пока не заключено и, с учетом повышения цен для Бразилии, у нас есть некоторые основания полагать, что наш прогноз по ценам нового индийского контракта (\$ 400 за тонну сг) будет превышен. В этом случае, мы, вероятно, пересмотрим наши целевые цены по Уралкалию и Сильвиниту в сторону повышения, однако вряд ли этот пересмотр принципиально изменит нашу позицию по отношению к сектору – рост цен на хлористый калий на \$ 50 за тонну, по нашим оценкам, увеличивают справедливую стоимость акций российских калийных компаний примерно на 11%.

В сегменте азотных и комплексных удобрений, где оперирует Акрон, ситуация пока менее радужная – там значимого увеличения цен на удобрения в новом году не видно. Впрочем, ситуацию может изменить усиление напряженности на Ближнем Востоке, ведь страны региона являются важными поставщиками азотных удобрений на мировой рынок, а энергоносители – важным компонентом их себестоимости.

Ключевые рекомендации

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

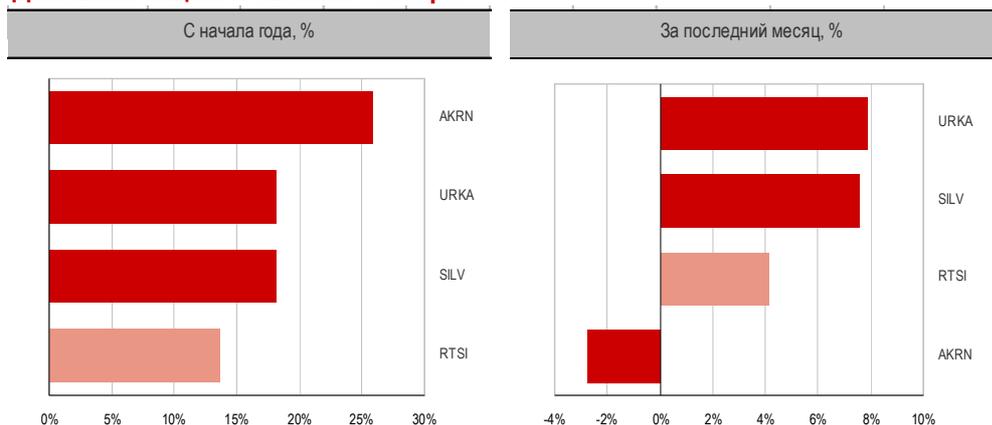
Основные рекомендации

	Цена \$	MCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация	
Сильвинит	SILV	1 064	8 329	11.6	6.5	9.8	978	-8%	продавать
Акрон	AKRN	46.7	2 228	13.1	2.1	10.1	35.8	-23%	продавать
Уралкалий	URKA	8.47	18 002	28.2	9.9	19.8	7.33	-13%	продавать

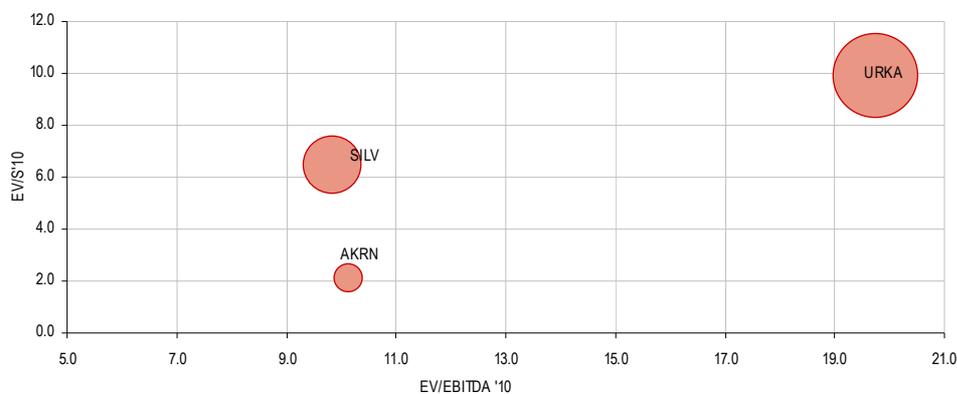
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 O	2011 П	2009	2010 O	2011 П	2009	2010 O	2011 П
Сильвинит	1 051	1 446	1 685	749	948	1 084	524	718	828
Акрон	1 182	1 438	1 733	213	300	394	223	170	153
Уралкалий	1 064	1 853	3 894	515	926	2 274	286	639	1 606

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Доронин Дмитрий
Doronin_DA@mmbank.ru

Транспорт

Авиаперевозчики вновь под давлением

На фоне роста стоимости нефти, акции авиакомпаний оказались под давлением. Не стали исключением и российские авиаперевозчики, для которых проблемы на Ближнем Востоке – не только рост топливных расходов, но и потеря крупной доли туристического рынка.

Основные тенденции

Российский авиарынок начал 2011 год ростом. По данным Росавиации, пассажирооборот гражданской авиации в январе вырос на 20 % относительно аналогичного периода прошлого года, пассажиропоток – на 16 %. Однако январь традиционно не является показательным месяцем для динамики рынка из-за высокой доли в пассажиропотоке туристов, заранее бронирующих билеты. Наоборот, за последний месяц произошел ряд событий, которые напротив свидетельствуют об усилении давления на показатели отрасли. В частности, основное влияние на отрасль могут оказать события на Ближнем Востоке, последствием которой является:

- Рост цен на нефть. IATA уже уменьшила прогноз прибыли мировой авиаотрасли на 46 % до \$ 8.6 млрд, что связано с ожидаемым ростом затрат на авиатопливо. Не является исключением и ситуация в России, за последние три месяца средняя оптовая цена на авиакеросин в Москве возросла на 24 %, на 37 % превышая уровни начала 2010 года.



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент банка Москвы

Российские авиаперевозчики защищены от роста цен на нефть. Тем не менее, текущая ситуация на рынке нефти отлична от предыдущих. В условиях критики правительства цен и тарифов авиаперевозчиков, растущие издержки авиаперевозчиков будут не полностью, либо с опозданием компенсироваться ростом цен на авиабилеты.

- Сохраняющаяся напряженность на Ближнем Востоке и в Африке, снижает пассажиропоток российских туристов. Так, только в зимнее время полеты в Египет и Тунис занимают до 60 % турперевозок. Сохранение напряженности в ближайшее время может нанести ущерб и летнему сезону, к которому россияне традиционно готовятся заранее.

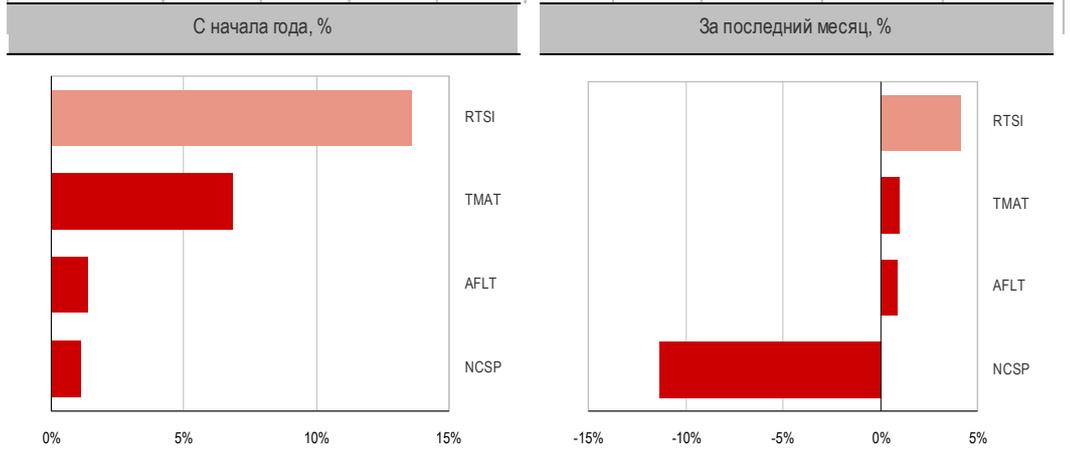
Основные рекомендации

	Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Авиаперевозки								
Аэрофлот	AFLT	2.65	2 938	32.6	1.0	8.0		
Ютэйр	TMAT	0.57	330	36.2	0.7	13.3		
Морские перевозки								
НМТП	NCSP	10.1	2 596	11.7	4.0	6.6		

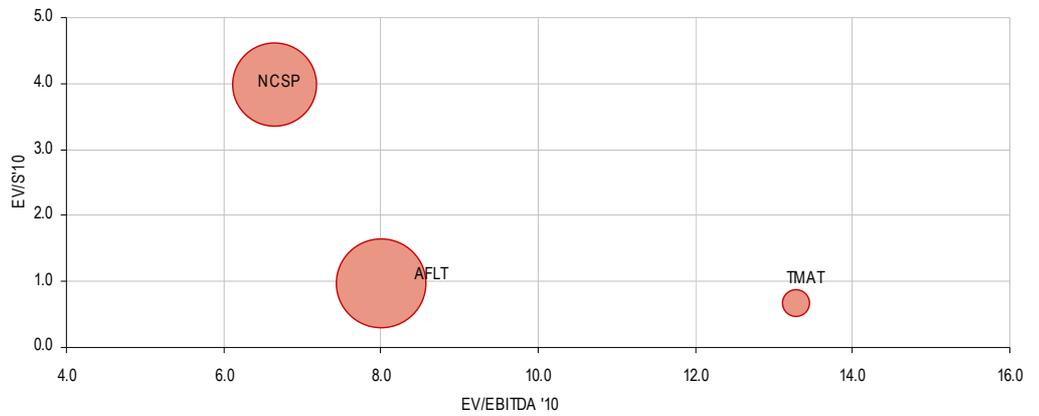
Финансовые показатели компаний сектора

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

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций
Стратегия, экономика

Кирилл Тремасов, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Воллов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ

Денис Борисов, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Сергей Вахрамеев, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru

Металлургия, Химия

Юрий Воллов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Андрей Кучеров

Kuchеров_AA@mmbank.ru

Финансовый сектор

Егор Федоров

Fedorov_EY@mmbank.ru

Потребсектор

Виталий Купеев

Kupееv_VS@mmbank.ru

Телекоммуникации

Кирилл Горячих

Goryachih_KA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Егор Федоров

Fedorov_EY@mmbank.ru

Юрий Нефедов

Nefedov_YA@mmbank.ru

Анастасия Сарсон

Sarson_AY@mmbank.ru

Екатерина Горбунова

Gorbunova_EB@mmbank.ru

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

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательство 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.