

Стратегия Июнь 2009

Или я веду её в ЗАГС,
или она меня ведёт к прокурору



СТРАТЕГИЯ – ИЮНЬ 2009**Основные тезисы**

- Восходящий тренд на рынке акций в июне сохранится.
- Пока мировая экономика находится на дне, поток ликвидности, поставляемый на рынки денежными властями, не иссякнет. Негативные новости будут вызывать сейчас лишь краткосрочные коррекции, которые мы рекомендуем использовать для покупок.
- Главной угрозой для рынка являются растущие глобальные инфляционные ожидания, поэтому хорошие новости могут через какое-то время оказаться опасней плохих. Важные индикаторы, за которыми мы рекомендуем следить – доходность UST и спрэд UST-TIPS.
- Мы повышаем оценку справедливого уровня индекса РТС на конец года с 900 до 1150 пунктов. Наш базовый сценарий предусматривает среднегодовую цену Urals на уровне \$ 55 в 2009 году и \$ 65 в 2010 году. Оценка странового риска мы снизили с 400 до 300 пунктов.
- При перемещении цен на нефть в диапазон \$ 70-80 и снижении странового риска до 200 пунктов справедливая оценка для индекса РТС повышается до 1400 пунктов.
- Сценарий надувания пузыря на товарных рынках и связанных с ними emerging markets с одновременным ослаблением американской валюты представляется достаточно вероятным. Наиболее чувствительными к надуванию пузыря, на наш взгляд, могут оказаться акции металлургических компаний, а также акции компаний, работающих с большим леведреджем (АФК Система, Уралсвязьинформ, Евраз, Мечел, Северсталь).
- Наши топ-рекомендации в наиболее ликвидных бумагах:
 - Газпром
 - МТС
 - Уралкалий
 - Евраз
- Наши топ-рекомендации в менее ликвидных акциях:
 - Распадская
 - Сильвинит
 - АФК Система
 - СЗТ
 - ОГК-4
 - Х5

Содержание

СТРАТЕГИЯ – ИЮНЬ 2009	2
Основные тезисы	
СТРАТЕГИЯ – ИЮНЬ 2009	4
Или я веду её в ЗАГС, или она меня ведёт к прокурору	
РЫНОК АКЦИЙ	7
Для кого «пузыри» благо?	
ЭКОНОМИКА	13
На дне	
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ	20
Добро пожаловать на внутренний рынок	
НЕФТЬ И ГАЗ	27
Цены на бензин должны вырасти	
МЕТАЛЛУРГИЯ	33
Укрепление рубля – явный негатив	
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	38
Пересмотр ландшафта посткризисной энергетики	
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	43
Надежды американских банков затмили проблемы российских	
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР	47
Спад продолжается	
МАШИНОСТРОЕНИЕ	52
Улучшений нет	
МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ	56
Продовольствие дорожает, очередь за удобрениями	
ТРАНСПОРТ	60
Рост цен на нефть, пока не опасен	
КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ	64

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – ИЮНЬ 2009

Или я веду её в ЗАГС, или она меня ведёт к прокурору

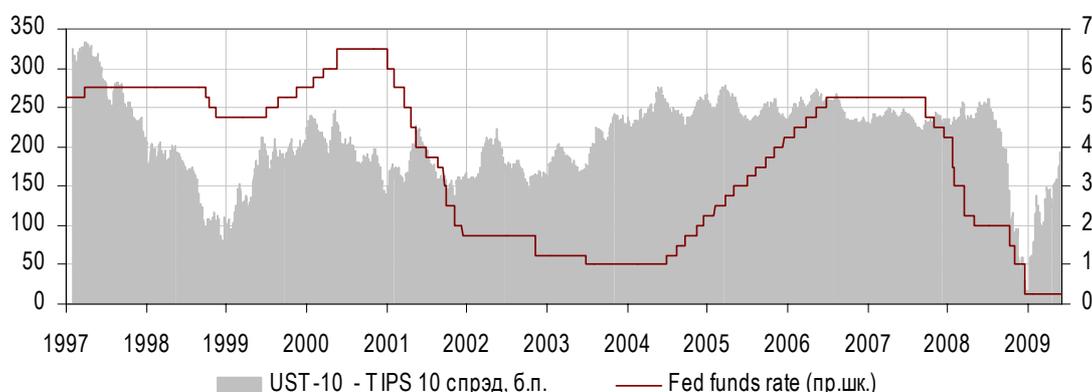
Мы пережили еще один удивительный месяц, в течение которого получили массу разочарывающей макростатистики и при этом новые максимумы на рынках акций и сырья. Рынки все дальше и дальше уходят от реального состояния экономики, и теперь, как говорил один колоритный кавказский мужчина, «... из этого дома есть только два пути – или я ее веду в загс (в нашем случае – рынки вытянут за собой экономику), или она меня ведет к прокурору (экономика затянет рынки на новое дно)».

Нынешний оптимизм рынков кажется удивительным, но кто сказал, что наблюдаемый рост является проявлением оптимизма, а не банальным бегством от инфляции? Инвесторы видели, к надуванию каких пузырей привела политика ФРС в 2001-2003 гг., и сейчас явно играют на опережение. Вдобавок, сейчас эмиссия носит глобальный характер и по своим масштабам безусловно превосходит все прошлые аналоги. Так что сценарий надувания новых пузырей на commodities и связанных с ними emerging markets кажется очень даже вероятным.

Ключевым условием для реализации такого сценария является продолжение нынешней политики денежных властей США. Но есть ли у них выбор? Дефицит бюджета приближается к \$ 2 трлн, экономика находится на дне, цены на жилье продолжают падать (в свете последней статистики все разговоры о стабилизации кажутся явно преждевременными), безработица растет, качество кредитных портфелей банков ухудшается, доходности treasuries сравнялись уже со ставками по ипотеке (см. подробнее «Долговые рынки»).... В таких условиях опасаться даже намеков на изъятие с рынков избыточной ликвидности не приходится. Пока ФРС не убедится в том, что экономика «пошла на поправку», печатный станок будет работать на полную мощность, причем в ближайшее время эта мощность может даже увеличиться (в июне начинается программа выкупа «токсичных» активов у банков, а на заседании FOMC 23-24 июня вполне вероятно принятие решения о расширении программы выкупа UST).

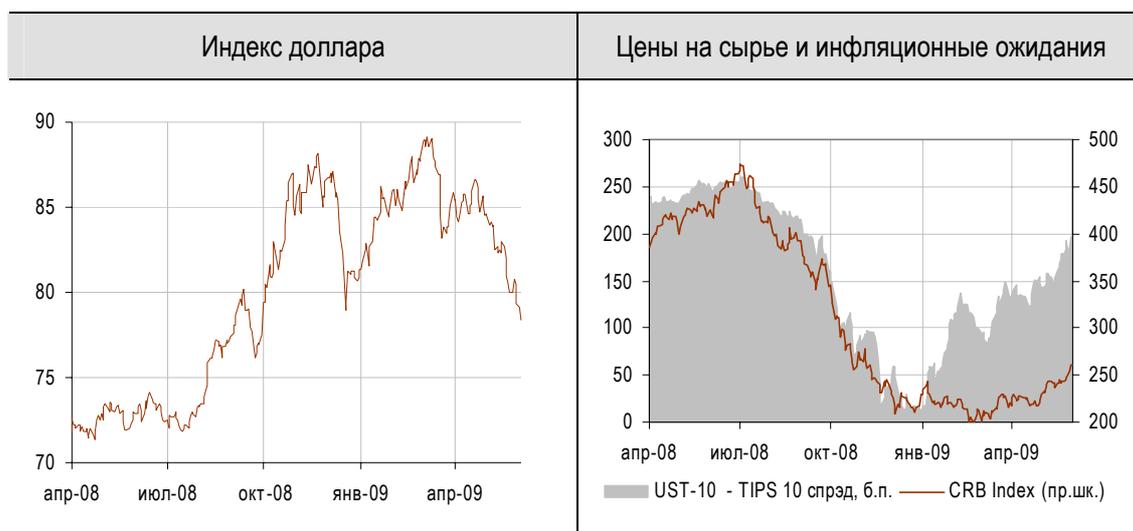
Сейчас самые хорошие новости для «быков» – это плохие новости, которые означают, что поток ликвидности, поставляемый на рынки денежными властями, не иссякнет. Негатив, связанный с макроэкономикой, будет вызывать сейчас лишь краткосрочные коррекции, которые тут же с огромным энтузиазмом будут выкупаться. Бегство же с рынков и схлопывание пузырей (которые только еще зарождаются) произойдет после того, как на горизонте замаячит реальная угроза инфляции.

Учетные ставки в США и инфляционные ожидания



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Инфляционные ожидания растут очень быстро, но пока этот процесс можно расценить лишь как возвращение к среднеисторическим уровням (см. график). Мы будем бить тревогу в том случае, если спрэд UST10-TIPS10 превысит 250 пунктов (сейчас – 200). Если это произойдет быстро, ФРС может оказаться в патовой ситуации – ужесточение монетарной политики будет невозможным из-за слабости экономики и банковского сектора, сохранение же объемов эмиссии в прежнем масштабе будет означать, что ФРС смирилась с инфляцией, а значит и со слабостью доллара, что поставит под угрозу обвала рынок госдолга. Чем все это закончится, сказать сложно, но возможны самые серьезные потрясения. Если же драматических изменений инфляционных ожиданий не произойдет, то ФРС сможет придерживаться нынешней политики до тех пор, пока того будет требовать состояние экономики. Именно этот сценарий будет наиболее благоприятным для инвесторов в сырье и связанные с ним emerging markets.



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Давать оценки фундаментальной стоимости российских акций сейчас не менее сложно, чем в разгар кризиса: тогда, осенью 2008 г., никто не знал, где дно – сейчас никто не может сказать, до каких уровней вырастут цены на сырье и девальвируется доллар. В условиях столь высокой неопределенности внешней среды единственный подход – вариативный.

В данной Стратегии мы предлагаем уже три возможных сценария оценки российских акций.

Первый сценарий (консервативный) предполагает ухудшение конъюнктуры сырьевых рынков во второй половине года и укрепление доллара. Страновые риски для России в этом случае останутся достаточно высокими. В среднесрочной перспективе этот сценарий характеризуется плавным восстановлением рынков сырья и ослаблением доллара. Фактически, этот сценарий близок к тому, который мы считали базовым до сегодняшнего дня. Справедливое значение для индекса РТС на конец года в рамках этого сценария мы оцениваем в 1 000 пунктов.

Второй сценарий (базовый) предполагает сохранение цен на нефть до конца года в районе \$ 60 за баррель с последующим ростом до \$ 70 в 2010 г. и до \$ 80 в среднесрочной перспективе. Доллар в этом случае будет сдавать свои позиции против основных мировых валют, а рубль – укрепляться. Относительно благоприятная конъюнктура сырьевых рынков приведет к снижению уровня странового риска для России. Справедливое значение для индекса РТС на конец года в рамках этого сценария мы оцениваем в 1 150 пунктов.

Третий сценарий (оптимистичный) предполагает более быстрое снижение доллара и рост цен на нефть. Более быстрыми темпами в этом случае будут восстанавливаться и остальные сырьевые рынки, в первую очередь рынок стали. Рубль достаточно быстро вернется к предкризисным уровням, так же как и оценка странового риска. Справедливое значение для индекса РТС на конец года в рамках этого сценария мы оцениваем в 1 400 пунктов.

В следующей статье мы постарались ответить на вопрос, какие компании/отрасли оказываются наиболее чувствительными к дальнейшему росту цен на сырье и переоценке рисков.

Вариант 1 (консервативный) - 40 / 400	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Urals, ср., \$	45.0	55.0	63.5	65.2	67.4	69.6	72.0
Сталь, ср., \$/т	420	475	525	575	650	675	700
Евро/доллар, ср.	1.30	1.33	1.37	1.45	1.50	1.49	1.49
Доллар/рубль, ср.	34.5	33.7	32.3	30.8	29.9	29.6	29.4
CPI, ср. %	13.5	13.0	11.3	10.0	9.0	8.3	7.5
ВВП, %	-7.8	7.4	5.6	5.7	5.4	5.2	5.0
ВВП, млрд руб.	39 460	47 115	56 443	67 563	80 400	94 952	111 379
Страновой риск, б. п.	400						
Индекс РТС	1 000						

Вариант 2 (базовый) - 60 / 300	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Urals, \$	55.0	65.0	72.5	75.0	77.0	79.5	80.0
Сталь, \$/т	420	475	550	650	700	750	775
Евро/доллар, ср.	1.36	1.42	1.47	1.48	1.49	1.50	1.5
Доллар/рубль, ср.	31.8	28.0	25.4	25.5	24.9	24.6	24.5
CPI, ср. %	12.9	11.3	9.5	8.8	8.3	7.8	7.3
ВВП, %	-7.6	7.4	5.8	5.8	5.6	5.4	5.2
ВВП, млрд руб.	40 376	48 815	58 578	70 176	83 650	98 958	116 276
Страновой риск, б. п.	300						
Индекс РТС	1 150						

Вариант 3 (оптимистичный) - 80 / 200	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Urals, \$	57.5	72.5	80.0	85.0	88.0	90.0	91.0
Сталь, \$/т	420	500	675	750	800	825	850
Евро/доллар, ср.	1.38	1.47	1.53	1.56	1.58	1.60	1.60
Доллар/рубль, ср.	31.7	27.5	25.5	24.5	23.9	23.6	23.5
CPI, ср. %	13.0	11.5	9.5	8.5	8.0	7.5	7.0
ВВП, %	-7.5	7.6	6.0	5.8	5.6	5.5	5.4
ВВП, млрд руб.	41 251	50 987	61 592	74 095	88 469	104 836	123 602
Страновой риск, б. п.	200						
Индекс РТС	1 400						

Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Рынок акций

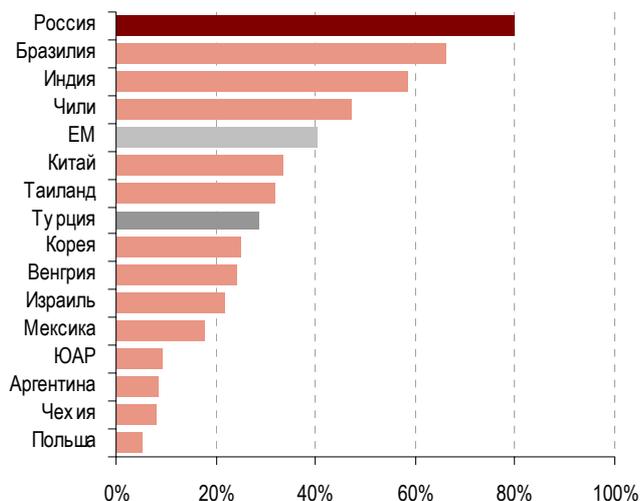
Для кого «пузыри» благо?

Российский рынок акций продолжает демонстрировать резкий рост на фоне роста цен на мировых товарных и фондовых рынках. Мы попробовали выделить несколько компаний, на наш взгляд, в наибольшей степени выигрывающих от дальнейшего роста цен на биржевые товары.

С 23 января по 2 июня 2009 г. индекс РТС прибавил 137 %. С сопоставимой скоростью ранее российский рынок рос лишь дважды – летом 1996 г. и зимой 1999-2000 гг., но тогда это было связано в основном с внутренними политическими факторами, в то время как нынешний рост является отражением внешнего позитива, проливающегося на российский рынок с ростом цен на нефть, и такая ситуация не имеет близких аналогов в истории.

Дешевые краткосрочные деньги, мягкие бюджетные ограничения и ожидания возобновления роста в развитых странах способствуют появлению ожиданий инфляционного сценария прохождения кризиса, что является идеальным вариантом для роста цен (или раздувания «пузырей») на рынках биржевых товаров. Российский фондовый рынок – явный бенефициар такого положения вещей и не случайно сохраняет лидерство среди основных развивающихся рынков в 2009 г. Практически все без исключения представленные на российском рынке ликвидные бумаги выигрывают от дальнейшего роста цен на сырье. Тем не менее, в рамках данной стратегии мы попытаемся предложить инвесторам список акций, которые могут вырасти в цене в наибольшей степени в случае продолжения роста цен на товарных рынках, а также перечень «защитных» бумаг, которые могут принести инвесторам неплохой доход даже в случае, если товарные рынки несколько «остынут».

Динамика emerging markets с начала года (MSCI)



Источник: Bloomberg

Кто выиграет от «пузырей»?

Основными бенефициарами роста цен на биржевые товары на российском рынке являются компании цветной металлургии (ГМК, ЧЦЗ, Полиметалл и Полюс), цены на продукцию которых непосредственно формируются на биржах, а пошлины на ее вывоз из России не увеличиваются при росте цен. Влияние роста цен на нефть на бизнес нефтяных компаний чуть менее существенно из-за особенностей их налогообложения. Компании черной металлургии и производители удобрений также оперируют на товарных рынках, однако продаваемые ими товары не являются биржевыми, а значит, цены на них будут реагировать на динамику цен на биржевые товары лишь с некоторым лагом. Остальные компании (потребительский сектор, электроэнергетика, телекоммуникации) выигрывают от роста цен на товарных рынках опосредовано через ожидаемое улучшение ситуации в экономике РФ в целом.

Влияние роста цен на биржевые товары по отраслям

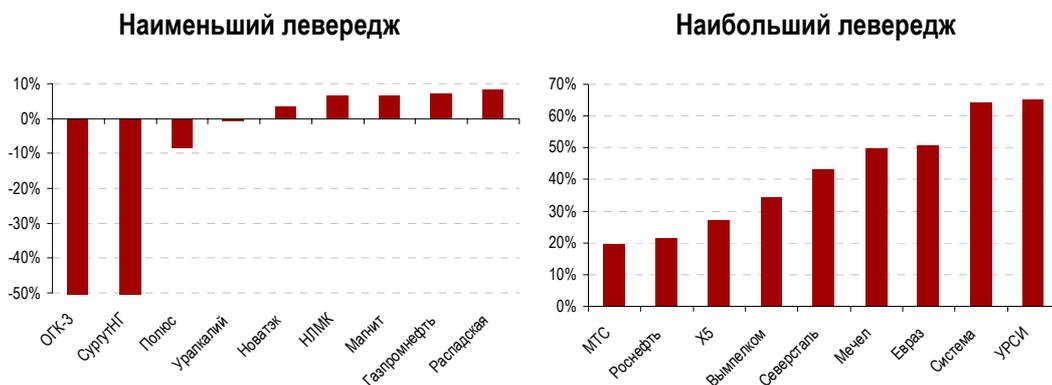
Прямое влияние	Цветная металлургия Газовые компании
Смягченное влияние	Нефтяные компании
Косвенное влияние	Черная металлургия Производители удобрений Банки
Опосредовано через экономику	Потребительский сектор Электроэнергетика Телекоммуникации

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Уровень левереджа

Помимо отраслевой специфики непосредственное (и часто даже более существенное) влияние на динамику акций компании при изменениях внешней конъюнктуры оказывает уровень ее финансового левереджа (доля долга в общей стоимости компании). Компании со значительной долей долга в общей структуре капитала будут быстрее других расти при улучшении конъюнктуры и быстрее других снижаться при ее ухудшении. В настоящий момент наибольший уровень финансового левереджа среди российских «голубых фишек» имеют УРСИ, Система, Евраз и Мечел, а наименьший уровень левереджа у ОГК-3, Сургутнефтегаза и Полюса. Оценка этих компаний во многом обусловлена оценкой их денежных средств и будет не слишком сильно реагировать на изменение внешних факторов.

Ликвидные бумаги, доля долга в EV компании, %



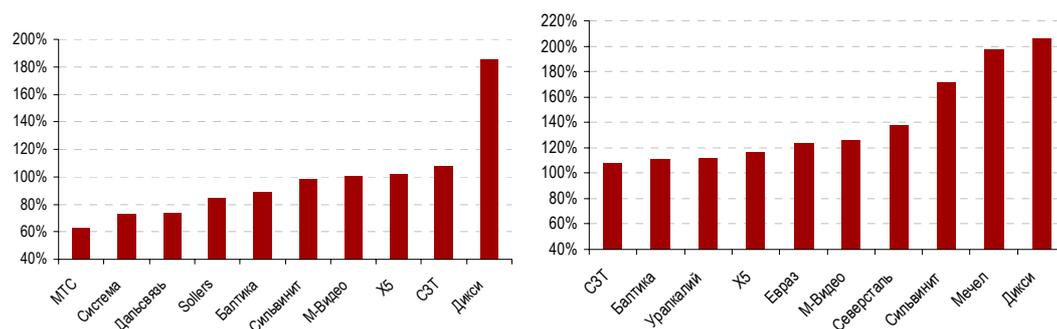
Источники: Bloomberg, данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Сценарии развития событий

Мы рассчитали целевую стоимость покрываемых нами компаний при разных сценариях развития событий на товарных рынках – оптимистическом, пессимистическом и базовом. В базовом сценарии, предполагающем, что цены на нефть до конца 2009 г. останутся на уровнях около \$ 60, на наш взгляд, достаточно привлекательными являются ряд компаний потребительского сектора, телекомы, производители минеральных удобрений. Они же присутствуют в списке бумаг с наибольшим потенциалом роста и при оптимистическом сценарии развития событий, однако здесь к ним добавляются наиболее «залеввержденные» металлурги – Евраз, Мечел и Северсталь.

Потенциал роста: базовый сценарий

Потенциал роста: оптимистический сценарий



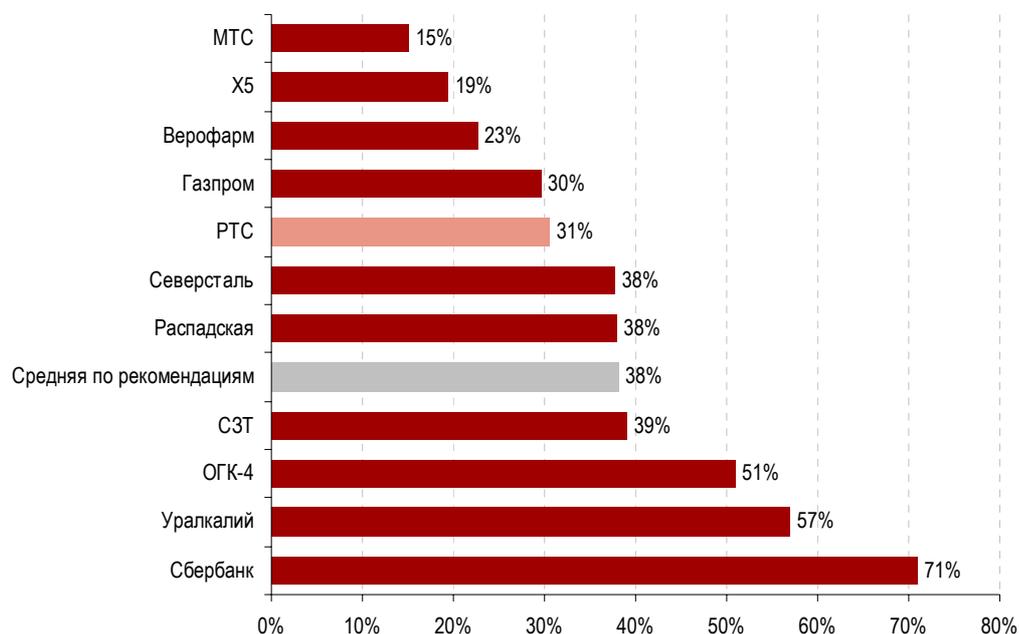
Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В пессимистическом сценарии защитными идеями могут стать те же телекомы, компании сектора электроэнергетики и некоторые компании черной металлургии (ММК), которые будут выигрывать от снижения обменного курса рубля.

Ключевые рекомендации

Из 10 бумаг, которые мы выделяли в качестве лучших идей в «голубых фишках» и втором эшелоне в майской стратегии, 6 компаний смогли обогнать рынок. Средняя доходность наших рекомендаций за месяц в результате оказалась на 7 % выше и так неплохой доходности индекса РТС.

Динамика ключевых рекомендаций за май



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы решили заменить в нашем списке 3 бумаги: акции Сбербанка, Северстали и Верофарма, которые, на наш взгляд, уже достигли своей справедливой стоимости мы меняем на бумаги Евраза, АФК Система и Сильвинита. Первые две компании обладают достаточно высоким уровнем левереджа, и их акции могут стать лидерами роста при оптимистическом сценарии развития событий, а бумаги Сильвинита привлекательны как ставка на глобальный рост цен на сельскохозяйственные товары.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

В базовом варианте (прогнозируемая цена Urals – \$ 60 за баррель до конца 2009 г. и \$ 65 за баррель в 2010 г. и спрэд России-30 к UST-10 в размере около 300 пунктов) неплохим потенциалом роста в нефтегазовом секторе обладают лишь акции Газпрома. Отрицательное влияние на стоимость нефтяных компаний оказывают особенности налогообложения сектора и укрепление рубля.

Металлургия

Рост цен на биржевые товары способен стать «головной болью» для предприятий черной металлургии, ведь на рынке стали оживления пока не видно, а рубль из-за притока в страну нефтедолларов укрепляется, увеличивая издержки российских металлургов. Потенциал роста в секторе мы видим лишь в бумагах Распадской и Евраз – конкурентоспособных на мировой арене компаний даже в сложных ценовых условиях.

Электроэнергетика

В секторе электроэнергетики после недавнего ралли, на наш взгляд, интерес представляют лишь акции 4-й и 5-й ОГК, в то время как акции остальных ОГК нам кажутся адекватно оцененными рынком. Наше отношение к сектору может поменяться в случае значительного пересмотра инвестиционных обязательств энергокомпаний.

Банки

На наш взгляд, крупнейший российский банк – Сбербанк – обладает достаточным запасом прочности в обозримой перспективе даже при реализации негативных макроэкономических сценариев. Тем не менее, после недавнего ралли мы не рекомендуем к покупке бумаги банковского сектора РФ.

Телекоммуникации

Мы еще видим потенциал роста стоимости в акциях МТС, тогда как ВымпелКом свой потенциал уже исчерпал. Также интерес представляют акции ряда МРК, впрочем, им присущи и немалые риски, связанные с возможной реструктуризацией Связьинвеста.

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2009г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	МТС	5.99	9.76	63%	покупать
2	Евраз	22.87	30.7	34%	покупать
3	Уралкалий	3.72	5.02	35%	покупать
4	Газпром	5.72	7.44	30%	покупать
5	Газпромнефть	3.42	4.08	19%	держать
6	Полюс Золото	45.85	53.1	16%	держать
7	Сургутнефтегаз	0.81	0.91	13%	держать
8	Лукойл	53.12	54.0	2%	продавать
9	Вымпелком	13.68	12.5	-9%	продавать
10	Роснефть	6.57	5.76	-12%	продавать
11	Норильский никель	108.31	95.6	-12%	продавать
12	Сбербанк	1.54	1.32	-14%	продавать
13	Татнефть	4.26	2.97	-30%	продавать
Ликвидный второй эшелон					
1	СЗТ	0.33	0.71	115%	покупать
2	Система	0.43	0.80	86%	покупать
3	Распадская	2.14	3.63	70%	покупать
4	Магнит	38.46	59.4	54%	покупать
5	ОГК-5	0.039	0.054	39%	покупать
6	Волгателеком	1.37	1.86	35%	покупать
7	ОГК-4	0.038	0.049	30%	покупать
8	Аэрофлот	1.15	1.43	25%	держать
9	Верофарм	24.71	31.1	26%	держать
10	КАМАЗ	1.32	1.63	24%	держать
11	Сибирьтелеком	0.023	0.025	9%	держать
12	Новатэк	4.66	5.05	8%	держать
13	ММК	0.47	0.5	7%	держать
14	Мечел	9.90	8.93	-10%	продавать
15	НЛМК	1.87	1.85	-1%	продавать
16	Северсталь	5.60	5.55	-1%	продавать
17	ОГК-2	0.023	0.02	-11%	продавать
18	Полиметалл	8.49	7.41	-13%	продавать
19	ТМК	2.29	1.85	-19%	продавать
20	Автоваз	0.54	0.45	-17%	продавать
21	ОГК-3	0.05	0.039	-24%	продавать
22	ОГК-1	0.020	0.015	-25%	продавать
23	Акрон	27.94	20.8	-26%	продавать
24	УРСИ	0.0176	0.0097	-45%	продавать

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи. Голубые фишки

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
Газпром	GAZP	нефть и газ	4.91	5.74	17%	Динамика котировок Газпрома с начала года была хуже динамики акций нефтяных компаний и НОВАТЭКа. Несмотря на снижение нашего прогноза по добыче, продажам и ценам на 2009 год, у компании, по нашим оценкам, остается неплохой потенциал роста.
МТС	MBT.N	мобильная связь	37.77	48.80	29%	Падение доходов даже при самом пессимистичном сценарии незначительно сократит стоимость бизнеса МТС, так как инвестиционные потребности минимальны; невысокая долговая нагрузка выгодно отличает компанию от ВымпелКома.
Уралкалий	URKA	минудобрения	2.51	3.62	44%	Несмотря на существенное снижение спроса на калийные удобрения, позиции продавцов в этой уникальной отрасли по-прежнему выглядят очень сильно, а акции Уралкалия смотрятся недооцененными как по отношению к своей справедливой стоимости, так и по отношению к крупнейшим зарубежным аналогам.
Евраз	EVR.L	металлургия	22.87	30.70	34%	Евраз обладает достаточно высоким уровнем левереджа. В случае если цены на сырьевые товары пойдут вверх, акции компании будут расти быстрее, чем бумаги ее конкурентов. В то же время глобальное присутствие и высокая рентабельность снижают риски Евраз в случае, если дела пойдут не столь гладко.

Лучшие идеи. Второй эшелон

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
Распадская	RASP	угледобыча	1.74	3.46	99%	Рост уровня загрузки металлургических мощностей в РФ неизбежно приведет и к увеличению спроса на коксующийся уголь. Кроме того, огромным плюсом Распадской в условиях низких цен на сырье является то, что компания имеет один из самых низких уровней издержек в мировой угольной отрасли.
ОГК-4	OGKD	электроэнергетика	0.026	0.042	62%	В сравнении с другими генерирующими компаниями привлекательность бумаг ОГК-4 объясняется двумя причинами: низкая стоимость производства и наличие собственных средств, которые могут покрыть потребности компании в финансировании инвестпрограммы в 2009 г.
СЗТ	SPTL	телекоммуникации	0.32	0.71	122%	Северо-Западный Телеком находится в благоприятном положении по сравнению с большинством МРК по уровню долговой нагрузки. В условиях нестабильности рынков капитала компания придерживается стратегии независимости финансирования инвестиционной программы от внешних источников.
X5	FIVE	ритейл	13.6	25.85	90%	Около 70 % продаж компании приходится на форматы "дискаунтер" и "гипермаркет", которые в текущей ситуации становятся более привлекательными. В 2009 г. X5 планирует снижать цены, чтобы привлечь новых покупателей и повысить продажи в магазинах. Пересмотр ставок аренды в сторону снижения должен поддержать маржу EBITDA. Мы смотрим на X5 как на консолидатора сектора розничной торговли, поэтому новости о сделках M&A (в том числе подтверждение сделки по покупке сибирского ритейлера "Холидей") могут стать драйвером роста акций компании.
Сильвинит	SILV	минудобрения	472	934	98%	Сильвинит, на наш взгляд, выглядит самой дешевой компаний в секторе калийных удобрений в мировом масштабе. При этом сам сектор, благодаря сильным переговорным позициям производителей, имеет все шансы стать одним из главных бенефициаров роста цен на продовольствие.
АФК "Система"	SSI	телекоммуникации	0.46	0.80	74%	Высокий левередж позволит акциям Системы расти быстрее рынка в случае дальнейшего снижения рисков и повышения оценки российских акций. Кроме того, обращает на себя внимание высокий дисконт локальных акций Системы к ее АДР.

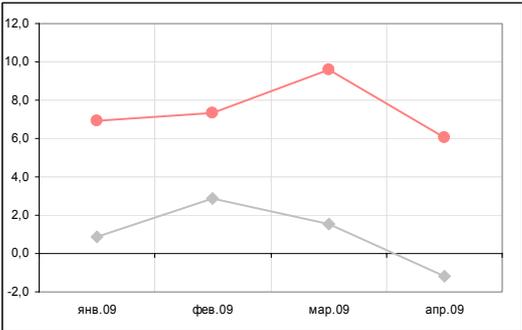
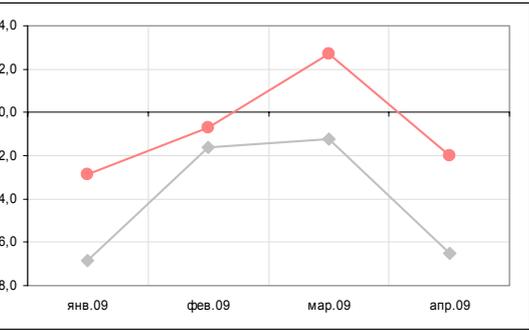
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Экономика
На дне

Российская экономика находится на дне, и уже в июне-июле бизнес-цикл начнет разворачиваться вверх.

В минувшем месяце были подведены итоги развития экономики в апреле. Ранее мы отмечали, что экономика в апреле была слабой из-за сокращающегося потребительского спроса, но не ожидали, что до такой степени. Ухудшение экономической конъюнктуры по сравнению с февралем-мартом совершенно очевидно.

Скорее всего, и в мае никаких существенных изменений к лучшему мы не увидим, хотя статистика этого месяца обещает быть несколько лучше апрельской. Разворот тренда, по нашим оценкам, должен наметиться в июне, а в 3-м квартале – получить уверенное развитие. Все предпосылки к этому в виде повышения цен на нефть и снижения стоимости денег созданы.

Индекс базовых отраслей	Индекс промышленного производства																														
<p>— % к 2005 году — % к 2006 году</p>  <table border="1"> <caption>Индекс базовых отраслей</caption> <thead> <tr> <th>Месяц</th> <th>% к 2005 году</th> <th>% к 2006 году</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>янв.09</td> <td>7.0</td> <td>1.0</td> </tr> <tr> <td>фев.09</td> <td>7.5</td> <td>3.0</td> </tr> <tr> <td>мар.09</td> <td>9.5</td> <td>1.5</td> </tr> <tr> <td>апр.09</td> <td>6.0</td> <td>-1.0</td> </tr> </tbody> </table>	Месяц	% к 2005 году	% к 2006 году	янв.09	7.0	1.0	фев.09	7.5	3.0	мар.09	9.5	1.5	апр.09	6.0	-1.0	<p>— % к 2005 году — % к 2006 году</p>  <table border="1"> <caption>Индекс промышленного производства</caption> <thead> <tr> <th>Месяц</th> <th>% к 2005 году</th> <th>% к 2006 году</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>янв.09</td> <td>-3.0</td> <td>-7.0</td> </tr> <tr> <td>фев.09</td> <td>-1.0</td> <td>-1.5</td> </tr> <tr> <td>мар.09</td> <td>3.0</td> <td>-1.5</td> </tr> <tr> <td>апр.09</td> <td>-2.0</td> <td>-7.0</td> </tr> </tbody> </table>	Месяц	% к 2005 году	% к 2006 году	янв.09	-3.0	-7.0	фев.09	-1.0	-1.5	мар.09	3.0	-1.5	апр.09	-2.0	-7.0
Месяц	% к 2005 году	% к 2006 году																													
янв.09	7.0	1.0																													
фев.09	7.5	3.0																													
мар.09	9.5	1.5																													
апр.09	6.0	-1.0																													
Месяц	% к 2005 году	% к 2006 году																													
янв.09	-3.0	-7.0																													
фев.09	-1.0	-1.5																													
мар.09	3.0	-1.5																													
апр.09	-2.0	-7.0																													
<p>В январе совокупный объем производства базовых отраслей (промышленность, строительство, сельское хозяйство, транспорт, оптовая и розничная торговля) сократился примерно до уровня 2006 г.</p> <p>В феврале производство в базовых отраслях росло быстрее, чем за аналогичный период 2006 г.</p> <p>В марте наметилось некоторое замедление.</p> <p>В апреле ситуация резко ухудшилась – совокупный объем производства базовых отраслей в этом месяце оказался меньше, чем в апреле 2006 г.</p> <p>По итогам четырех месяцев 2009 г. производство базовых отраслей примерно на 1 % превысило показатели за аналогичный период 2006 г.</p> <p>Если экономика до конца текущего года останется на траектории 2006 г., то сокращение ВВП в этом году по сравнению с предыдущим превысит 12 %. Мы полагаем, что этого не произойдет: во 2-м полугодии ситуация начнет улучшаться, сокращение ВВП по итогам года составит 7.6 %.</p>	<p>В январе объемы промышленного производства в РФ сократились до уровней 2004 г.</p> <p>В феврале наблюдалось резкое восстановление, в результате которого промышленный сектор практически вернулся к уровням 2005 г.</p> <p>В марте ситуация продолжала улучшаться – объемы производства превысили уровень 2005 г. и практически приблизились к уровню 2006 г.</p> <p>В апреле ситуация в промышленности резко ухудшилась – по объему производства мы вновь вернулись в 2004 год.</p> <p>По итогам четырех месяцев 2009 г. промышленное производство примерно на 0.5 % не дотянуло до уровня аналогичного периода 2005 г.</p> <p>Если промышленный сектор до конца года останется на траектории 2005 г., то сокращение промышленного производства в текущем году по сравнению с предыдущим составит около 12 %. Мы полагаем, что этого не произойдет: во 2-м полугодии ситуация начнет улучшаться, падение промышленности по итогам года составит 10.2 %.</p>																														

Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

В данной Стратегии мы вновь скорректировали наши среднесрочные макропрогнозы, заложив в модели более высокие цены на нефть – \$ 55 в текущем году и \$ 65 в следующем. Эти корректировки

в очень незначительной степени повлияли на реальные показатели: падение реального ВВП в этом году мы оцениваем в диапазоне 7.5-8 %, а в следующем году ожидаем рост более чем на 7 % (во многом из-за эффекта базы – слишком глубоким был провал в 1-м полугодии 2009 г.).

По нашим оценкам, резкий толчок экономике может дать быстрый рост цен на нефть до \$ 75-80 за баррель, что фактически снимет все бюджетные проблемы. Не менее важным для перспектив роста будет и состояние мировой экономики: пока не появятся четкие сигналы улучшения общемировой экономической конъюнктуры (очень важные индикаторы – строительство и металлургия), бизнес будет сохранять осторожность в отношении инвестиций, опасаясь рецидива кризиса.

Более высокие цены на нефть окажут положительное влияние на платежный баланс – мы ожидаем, что торговый профицит при среднегодовой цене Urals достигнет \$ 110 млрд, а профицит счета текущих операций составит порядка \$ 60 млрд (4.7 % ВВП). Приток по счету текущих операций практически компенсирует отток капитала, в результате чего золотовалютные резервы восстановятся до уровней конца 2008 г.

Доллар/рубль мы видим чуть ниже 30 на конец года и в среднесрочной перспективе ждем плавного укрепления национальной валюты по мере повышения цен на нефть. При появлении признаков улучшения в экономике и сохранения стабильности на мировых рынках население начнет активнее возвращаться в рубль. Укрепление рубля и слабый потребительский спрос окажут положительное влияние на инфляционные процессы – мы снизили наш прогноз инфляции в текущем году с 15 до 12.5 %.

Эволюция наших макропрогнозов на 2009 год

	Июнь 2009	Май 2009	Март 2009	Декабрь 2008
ВВП, %	-7.6	-7.8	- 1.0	2.5
Промышленность, %	-10.2	-10.2	- 5.0	-3.0
Инвестиции, %	-18.0	-22.0	- 7.5	2.5
Инфляция, %	12.5	15.0	15.0	10.0
Реальные доходы населения, %	-4.9	-7.1	- 2.1	1.5
Розничная торговля, %	-5.5	-5.0	- 1.5	2.4
Экспорт, \$ млрд	290	275	280	330
Импорт, \$ млрд	180	205	220	270
Торговый баланс, \$ млрд	110	70	60	60
Доллар/рубль (среднегодовой)	31.8	34.5	34.5	30.0
Евро/доллар (среднегодовой)	1.36	1.30	1.30	1.30
Urals, \$/баррель	55.0	45.0	45.0	60.0

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-май 2009	2009 П	2010 П	2011 П
РЫНОК НЕФТИ									
Urals, \$/баррель									
среднегодовой	34.7	50.2	60.9	69.4	93.8	47.0	55.0	65.0	72.5
на конец года	37.4	54.4	55.1	91.6	34.8	64.3	60.0	70.0	75.0
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	410	445	605	698	872	912	950	1 000	1 000
на конец года	438	517	637	839	882	979	975	1 025	975
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	13 828	14 788	24 160	35 838	21 253	11 259	12 000	13 500	14 500
на конец года	14 877	13 372	34 025	27 200	11 700	13 945	13 000	14 000	15 000
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	2 868	3 680	6 736	7 009	6 879	3 916	4 500	4 600	4 800
на конец года	3 264	4 542	6 308	6 755	3 070	4 830	4 550	4 700	4 850
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	1 729	1 906	2 595	2 661	2 620	1 439	1 450	1 600	1 700
на конец года	1 958	2 277	2 803	2 410	1 540	1 440	1 550	1 650	1 725
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	1 068	1 400	3 250	3 234	1 902	1 315	1 500	1 600	1 700
на конец года	1 246	1 909	4 230	2 430	1 208	1 567	1 600	1 650	1 750
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	50	75	56	73	171	49	55	70	75
на конец года	80	50	64	90	68	49	60	75	80
Сталь (LME), \$/тонна									
среднегодовой	-	-	-	-	-	319	325	400	450
на конец года	-	-	-	-	380	323	375	425	475
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.24	1.24	1.26	1.37	1.47	1.32	1.36	1.42	1.47
на конец года	1.36	1.18	1.32	1.46	1.40	1.42	1.41	1.45	1.50
Доллар/рубль									
среднегодовой	28.81	28.31	27.14	25.55	24.87	33.72	31.80	28.60	26.60
на конец года	27.75	28.78	26.33	24.55	29.38	30.98	29.55	27.45	25.70
Евро/рубль									
среднегодовой	35.82	35.16	34.11	35.03	36.45	44.38	43.30	40.60	39.10
на конец года	37.81	34.19	34.70	35.93	41.44	43.38	41.70	39.80	38.55
Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45)									
среднегодовой	31.96	31.39	30.28	29.82	30.08	38.52	36.98	34.00	32.23
на конец года	32.28	31.21	30.10	29.67	34.81	36.56	35.02	33.01	31.48
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ									
FED Funds rate	2.25	4.25	5.25	4.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50	0.50
UST 10									
среднегодовой, % годовых	4.26	4.28	4.79	4.63	3.65	2.87	3.50	4.00	4.50
на конец года, % годовых	4.22	4.39	4.70	4.03	2.22	3.47	4.00	4.25	5.00
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой, % годовых	7.30	5.96	5.93	5.80	6.78	8.70	8.50	6.75	6.50
на конец года, % годовых	6.59	5.55	5.66	5.53	9.98	7.49	7.00	6.50	6.50
спрэд к UST-10, б. п.	236	115	95	150	775	402	300	225	150
Портфель ГКО / ОФЗ									
среднегодовой, % годовых	7.65	7.68	6.80	6.59	7.47	10.51	10.00	8.50	7.75
на конец года, % годовых	7.86	6.78	6.57	6.53	9.11	10.28	9.00	8.00	7.50
Ставка рефинансирования, % годовых	13.0	12.0	11.0	10.0	13.0	12.0	11.0	10.0	9.5
Мин. ставка прямого РЕПО, % годовых	-	-	-	-	9.0	9.0	8.0	7.0	6.5
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	614	1 126	1 922	2 291	632	1 088			
Изменение за год, %	8.3	83.4	70.7	19.2	-72.4	72.1			

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-апр. 2009	2009 П	2010 П	2011 П
ВВП									
реальный, % год к году	7.2	6.4	7.7	8.1	5.6	-9.8	-7.6	7.4	5.8
номинальный, млрд руб.	17 048	21 625	26 904	33 111	41 668	11 220	40 376	48 815	58 578
% год к году	28.7	26.8	24.4	23.1	25.8	-7.6	-3.1	20.9	20.0
номинальный, \$ млрд	592	764	991	1 296	1 675	328	1 270	1 707	2 202
на душу населения, \$ тыс.	4.1	5.3	7.0	9.1	11.8	2.3	9.0	12.1	15.6
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	8.0	5.1	6.3	6.3	2.1	-14.9	-10.2	6.2	5.0
обрабатывающая промышленность	-	5.7	8.3	9.5	3.2	-22.0	-14.7	8.5	6.7
добыча полезных ископаемых	-	1.3	2.5	1.9	0.2	-3.5	-3.4	2.2	2.0
производство электроэнергии, воды и газа	-	1.2	4.9	-0.2	1.4	-4.6	-3.2	3.3	3.0
Добыча нефти									
% год к году	8.9	2.5	2.2	2.3	-0.7	-0.5	-1.0	0.4	1.0
млн т	459	470	480	491	488	160	483	485	490
млн баррелей в сутки	9.19	9.44	9.65	9.87	9.78	9.80	9.70	9.74	9.84
Добыча газа									
% год к году	2.3	1.1	2.4	-0.5	1.8	-17.0	-7.2	4.5	4.3
млрд куб. м	634	641	656	653	665	198	617	645	673
млн б. н. э. в сутки	10.19	10.33	10.58	10.53	10.69	9.69	9.95	10.40	10.85
Инвестиции в основной капитал									
индекс физического объема, % год к году	13.7	10.9	16.7	22.7	9.8	-15.8	-18.0	16.0	15.0
млрд руб.	2 865	3 611	4 730	6 716	8 765	1 809	6 924	8 922	11 645
% год к году	31.0	26.0	31.0	42.0	30.5	-5.7	-21.0	28.9	30.5
% к ВВП	16.8	16.7	17.6	20.3	21.0	16.1	17.1	18.3	19.9
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	13.3	12.8	14.1	16.1	13.5	-2.2	-5.5	8.0	12.0
млрд руб.	5 642	7 042	8 712	10 869	13 915	4 411	14 944	17 821	21 653
% год к году	24.6	24.8	23.7	24.8	28.0	9.5	7.4	19.3	21.5
% к ВВП	33.1	32.6	32.4	32.8	33.4	39.3	37.0	36.5	37.0
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году в реальном выражении	10.1	13.2	18.1	18.2	12.8	-18.4	-20.0	14.0	15.0
млрд руб.	1 314	1 754	2 351	3 293	4 528	925	3 487	4 423	5 773
% год к году в ном. выражении		33.6	34.0	40.1	37.5	-9.4	-23.0	26.9	30.5
% к ВВП	7.7	8.1	8.7	9.9	10.9	8.2	8.6	9.1	9.9
жилищное строительство									
новых квартир, тыс. штук	477	515	605	714	766	149	725	680	635
млн кв. м жилой площади	41.0	43.6	50.6	61.0	63.8	13.7	62.0	58.0	55.0
% год к году	12.6	6.1	16.1	20.6	4.5	4.3	-2.8	-6.5	-5.2
Сельское хозяйство									
% год к году	3.0	2.3	3.6	3.4	10.8	1.5	4.0	3.0	3.0

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-апр. 2009	2009 П	2010 П	2011 П
Денежные доходы на душу населения									
рублей в месяц	6 410	8 112	10 183	12 601	15 129	14 615	16 339	18 708	22 075
% год к году	29.0	26.5	25.5	23.6	20.2	12.6	8.0	14.5	18.0
Реальные расп. денежные доходы населения									
% год к году	10.4	12.4	13.5	12.1	2.7	-1.0	-4.9	3.3	8.5
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц				12 106	15 104	15 159	16 584	19 006	22 465
% год к году					24.8	15.0	9.8	14.6	18.2
Норма сбережений				3.9	0.2	-3.7	-1.5	-1.6	-1.8
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	6 740	8 555	10 634	13 593	17 226	17 636	17 571	20 066	23 838
% год к году	22.6	26.9	24.3	27.8	26.7	12.0	2.0	14.2	18.8
среднегодовая, \$ в месяц	234	302	392	532	693	517	553	702	896
% год к году	30.5	29.2	29.7	35.8	30.2	-20.8	-20.2	27.0	27.7
Реальная заработная плата									
% год к году	10.6	12.6	13.3	17.2	10.3	-1.4	-10.9	3.0	9.3
Рынок труда									
числ. постоянного населения, млн чел.	143.5	142.8	142.2	142.0	141.9	141.9	141.7	141.5	141.4
изменение за год, тыс. человек	-694	-721	-533	-212	-105	-46.9	-200	-200	-150
числ. эк. активного населения, млн чел.	72.9	73.8	74.2	75.0	75.8	75.2	75.5	75.0	74.5
числ. безработных на конец года, млн чел.	6.11	5.66	5.13	4.60	5.80	7.70	7.50	7.10	6.50
безработица на конец года, %	8.4	7.7	6.9	6.1	7.7	10.2	9.9	9.5	8.7
числ. официально зарегистрированных безработных на конец года, млн чел.	1.92	1.83	1.74	1.55	1.52	2.27	2.80	2.75	2.50
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.6	2.5	2.3	2.1	2.0	3.0	3.7	3.7	3.4

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-апр. 2009	2009 П	2010 П	2011 П
Денежная масса									
M2, млрд руб.	4 363	6 045	8 996	13 272	13 493	12 339	13 156	16 050	19 453
% год к году	35.8	38.5	48.8	47.5	1.7	-7.6	-2.5	22.0	21.2
% к ВВП	25.6	28.0	33.4	40.1	32.5	-	32.6	32.9	33.2
M0, млрд руб.	1 535	2 009	2 785	3 702	3 795	3 140	3 719	4 481	5 422
% год к году	33.8	30.9	38.6	32.9	2.5	-5.3	-2.0	20.5	21.0
доля в M2, %	35.2	33.2	31.0	27.9	28.1	25.4	28.3	27.9	27.9
% к ВВП	9.0	9.3	10.4	11.2	9.1	-	9.2	9.2	9.3
Инфляция									
Индекс потребительских цен, % дек. к дек.	11.7	10.9	9.0	11.9	13.3	13.2	12.5	10.0	9.0
% среднегодовой	10.9	12.5	9.8	9.1	14.1	14.3	12.9	11.3	9.5
Индекс цен производителей, % дек. к дек.	28.8	13.4	10.4	25.1	-7.0	-4.1	10.5	12.5	12.0
% среднегодовой	23.9	20.9	12.5	14.1	21.8	10.4	-8.0	11.5	12.3
Золотовалютные резервы									
Прирост с начала года, \$ млрд	48	58	122	175	-52	-43	-7	101	96
На конец года, \$ млрд	125	182	304	479	427	384	420	521	637
% к ВВП	21.0	23.9	30.6	36.9	25.6	-	33.1	30.5	28.9

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-март 2009	2009 П	2010 П	2011 П
Активы, млрд руб.	7 101	9 696	13 963	20 125	28 022	28 048	28 863		
% год к году	27.3	36.6	44.0	44.1	39.2	29.1	3.0		
% к ВВП	41.7	44.8	51.9	60.8	67.3	-	71.5		
Собственный капитал, млрд руб.	947	1 242	1 693	2 671	3 811	4 194	4 169		
% год к году	16.2	31.2	36.3	57.8	42.7	44.1	9.4		
% к ВВП	5.6	5.7	6.3	8.1	9.1	-	10.3		
% к активам	13.3	12.8	12.1	13.3	13.6	15.0	14.4		
Депозиты населения, млрд руб.	1 981	2 761	3 810	5 159	5 907	6 295	6 061		
% год к году	30.4	39.4	38.0	35.4	14.5	14.9	2.6		
% к пассивам	27.9	28.5	27.3	25.6	21.1	22.4	21.0		
Кредиты населению, млрд руб.	538	1 056	1 883	2 971	4 017	3 811	3 636		
% год к году	116.4	96.2	78.3	57.8	35.2	14.0	-9.5		
% к активам	7.6	10.9	13.5	14.8	14.3	13.6	12.6		
% к депозитам населения	27.2	38.2	49.4	57.6	68.0	60.5	60.0		
Просроченная задолженность	7.2	19.9	50.6	97	149	195	364		
% к портфелю	1.3	1.9	2.7	3.2	3.7	5.1	10.0		
Депозиты юридических лиц, млрд руб.	758	1 271	2 147	3 520	4 945	5 060	4 619		
% год к году	142.5	67.7	68.9	64.0	40.5	29.3	-6.6		
% к пассивам	10.7	13.1	15.4	17.5	17.6	18.0	16.0		
Кредиты предприятиям, млрд руб.	3 348	4 397	6 148	9 316	12 510	13 175	13 636		
% год к году	38.0	31.3	39.8	51.5	34.3	24.5	9.0		
% к активам	47.1	45.3	44.0	46.3	44.6	47.0	47.2		
Просроченная задолженность	51	56	70	86	266	524	954		
% к портфелю	1.5	1.3	1.1	0.9	2.1	4.0	7.0		
Просроченная задолженность по кредитам, млрд руб.	58	76	121	183	415	720	1 318		
% к кредитному портфелю	1.5	1.4	1.5	1.5	2.5	4.2	7.6		
Резервы на возможные потери по кредитам, млрд руб.		295	403	532	899	1 220	1 582		
% к кредитному портфелю		5.4	5.0	4.3	5.4	7.2	9.2		
% к просроченной задолженности		389	333	291	217	170	120		
Прибыль, млрд руб.	178	262	372	508	409	32	-267		
% год к году	38.6	47.3	41.8	36.7	-19.4	-81.8	-		
ROAA	2.8	3.1	3.1	3.0	1.7	0.3	-0.9		
ROAE	20.2	24.0	25.3	23.3	12.6	2.4	-6.7		

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-апр. 2009	2009 П **	2010 П	2011 П
Доходы, млрд руб.	3 429	5 125	6 279	7 765	9 258	2 221	6 714		
% год к году	32.6	49.5	22.5	23.7	19.2	-26.6	-27.5		
% к ВВП	20.1	23.7	23.3	23.4	22.3	19.8	16.6		
в т. ч.									
нефтегазовые доходы					4 389	678	2 057		
% год к году					-	-49.7	-53.1		
% к доходам					47.4	30.5	30.6		
Расходы, млрд руб.	2 699	3 512	4 285	5 982	7 561	2 591	9 692		
% год к году	14.4	30.1	22.0	39.6	26.4	37.4	28.2		
% к ВВП	15.8	16.2	15.9	18.1	18.2	23.1	24.0		
Профицит, млрд руб.	730	1 613	1 994	1 782	1 697	-370	-2 978		
% год к году	220.7	120.9	23.6	-10.6	-4.8	-	-		
% к ВВП	4.3	7.5	7.4	5.4	4.1	-3.3	-7.4		
Резервный фонд *									
млрд руб.	522	1 237	2 347	3 849	4 028	3 551			
\$ млрд	18.8	43.0	89.1	156.8	137	107			
% к ВВП	3.1	5.7	8.7	11.7	9.7	-			
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.	-	-	-	-	2 584	2 869			
\$ млрд	-	-	-	-	88	86			
% к ВВП	-	-	-	-	6.2	-			

* - до 2008 г. – Стабилизационный фонд

** - согласно законопроекту об изменениях в бюджет-2009

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, \$ млрд	2004	2005	2006	2007	2008	Янв.-март 2009	2009 П	2010 П	2011 П
Счет текущих операций	60	84	94	77	102	11	60	55	30
% год к году	68	41	12	-18	33	-71	-41	-8	-45
% к ВВП	10.1	11.0	9.5	5.9	6.1	4.6	4.7	3.2	1.4
Экспорт товаров	183	244	304	354	472	60	290	345	370
% год к году	35	33	25	17	33	-45	-39	19	7
% к ВВП	31.0	31.9	30.6	27.3	28.2	25.1	22.8	20.2	16.8
т, ч, экспорт углеводородов	100	149	191	219	309	36	177	212	230
% к ВВП	16.9	19.5	19.2	16.9	18.5	15.0	13.9	12.4	10.4
% к общему объему экспорта	54.7	61.1	62.8	61.7	65.6	59.6	60.9	61.4	62.2
Импорт товаров	97	125	164	223	292	38	180	245	320
% год к году	28	29	31	36	31	-36	-38	36	31
% к ВВП	16.5	16.4	16.6	17.2	17.4	16.0	14.2	14.4	14.5
Торговое сальдо	86	118	139	131	180	22	110	100	50
% год к году	43	38	18	-6	37	-57	-39	-9	-
% к ВВП	14.5	15.5	14.0	10.1	10.7	9.1	8.7	5.9	2.3
Прямые иностранные инвестиции	15	13	30	55	70	8	42	63	86
% к ВВП	2.6	1.7	3.0	4.2	4.2	3.5	3.3	3.7	3.9
Банки	1	2	3	7	10	-	6	8	11
% к ВВП	0.1	0.3	0.3	0.6	0.6	-	0.5	0.5	0.5
% к общему объему ПИИ	4	15	8	13	14	-	14	13	13
Прочие сектора	15	11	27	48	60	8	36	55	75
% к ВВП	2.5	1.4	2.7	3.7	3.6	3.5	2.8	3.2	3.4
% к общему объему ПИИ	96	85	92	87	86	-	86	87	87
Чистый отток капитала	-9	0	41	82	-133	-39	-62	36	54
% к ВВП	-1.5	0.0	4.2	6.4	-7.9	-16.2	-4.9	2.1	2.5
Банки	4	6	28	46	-58	-6	-18	6	16
% к ВВП	0.6	0.8	2.8	3.5	-3.4	-2.4	-1.4	0.4	0.7
Прочие сектора	-12	-6	14	37	-75	-33	-44	30	38
% к ВВП	-2.1	-0.8	1.4	2.8	-4.5	-13.7	-3.5	1.8	1.7

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

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Долговые рынки

Добро пожаловать на внутренний рынок

В этом месяце мы продолжаем отдавать предпочтение выпускам рублевых облигаций.

События на глобальных рынках пока разворачиваются в пользу рынка рублевых облигаций. Нас тревожат сигналы с американского рынка государственных облигаций, где доходности UST в прошедшем месяце за одну неделю выросли на 50 б. п., подорвав нашу веру в способность регуляторов контролировать стабильность этого рынка.

Глобальная парадигма в отношении американского долга постепенно меняется. Все чаще поднимается вопрос о благотворности влияния инфляционных процессов на экономику США. Несмотря на относительно успешное завершение истории со стресс-тестом банковской системы, рынок начал дисконтировать стоимость долларовых активов на будущее снижение кредитного рейтинга США. Очевидные сигналы – слабость доллара против основных валют и рост доходностей US Treasuries.

Суверенные владельцы UST начинают сокращать объемы инвестиций в американский долг, а Минфину США приходится убеждать Китай в способности контролировать бюджетный дефицит и долг. Новый скачок доходности UST (вероятность которого очень велика) в перспективе может оказать очень негативное влияние на доходности российских еврооблигаций.

Стабильность emerging markets на фоне роста доходностей базовых активов может говорить только об одном: в мире происходит глобальное перераспределение финансовых потоков.

В мае дефолтов новых эмитентов на внутреннем долговом рынке практически не было. Это связано с сезонным фактором. Возможности рефинансирования компаний выросли как на публичном рынке долга, так и на локальном кредитном рынке. В то же время риски рефинансирования по-прежнему сохраняются. Эмитенты первого эшелона собирают практически весь рыночный спрос, не оставляя возможности рефинансироваться компаниям из второго эшелона на публичном рынке.

Ключевые события месяца:

- 05.06.2009 г. – отчет по рынку труда, консенсус: 9.2 % – безработица, 520 тыс. – сокращение рабочих мест.
- 23-24.06.2009 г. – очередное заседание FOMC. Вопрос об увеличении объема выкупа US Treasuries с \$ 300 млрд.
- Июнь 2009 г. – запуск программы выкупа «плохих» долгов (PPIP). Реализация программы может оказаться гораздо сложнее, чем представлялось в первое время.

Глобальные рынки: позитивные тенденции

- **Спрэды LIBOR вышли на докризисный уровень.** Глобальные денежные рынки наконец пришли в себя. Спрэд LIBOR-OIS (USD, EUR) – главный индикатор готовности банков кредитовать друг друга – стремительно снизился и достиг уровней февраля 2008 г. – 46 б. п. Значение спреда в долларах США упало с пикового значения (середина октября 2008 г.) почти в 8 раз.

- **Спрэды CDS стремительно снижаются.** Динамика индикаторов кредитных рисков показывает снижение по всему миру. Кредитные свопы Citigroup радикально снизились с 600 б. п. до 340 б. п.

- **Глобальные банки один за другим справились с задачей привлечения капитала,** которая встала после публикации стресс-теста в начале мая.

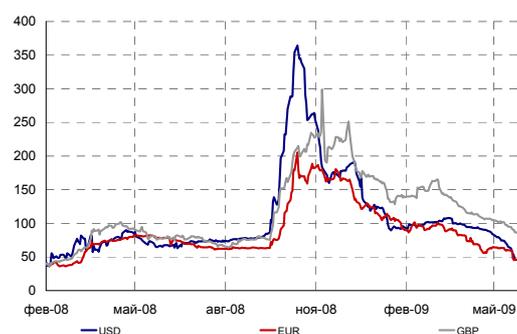
- **Банки США готовы вернуть средства по программе TARP.** Удачные сделки по привлечению капитала вызвали волну заявлений о готовности расплатиться с Минфином США по программе TARP. Банк JP Morgan уже в ближайшее время вернет Правительству США \$ 25 млрд; желание выплатить долги в рамках программы TARP выразили также Банки Goldman Sachs, Morgan Stanley. Инвесторы ждут, что банки смогут расплатиться по программе TARP уже в 3-4-м квартале 2009 г.

- Апрельский объем заказов товаров длительного пользования почти в 4 раза превысил ожидания рынка, что может косвенным образом свидетельствовать об оживлении активности.

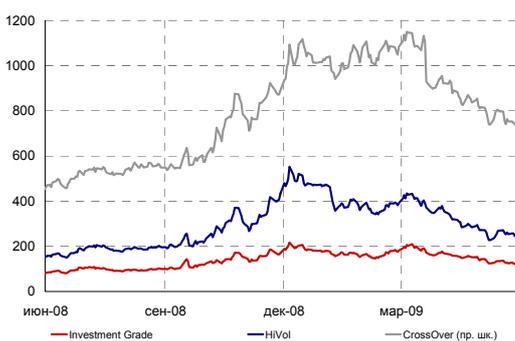
Динамика доходности UST-10



Спрэд LIBOR-OIS



Динамика индексов iTRAXX



Инфляционные ожидания в США



Источник: Bloomberg

Глобальные рынки: негативные тенденции

Ключевой негативной тенденцией для рынков является дисконтирование стоимости долларовых активов с учетом ожидаемого всплеска инфляции и возможного снижения суверенного рейтинга США.

Глобальные рынки: «угроза номер 1»

Уровень просроченных ипотечных кредитов в США достиг максимума в 1-м квартале – 9.12 %, против 7.88 % на конец 2008 г. Дальнейшее ухудшение качества банковских кредитов является «угрозой номер 1» для глобальных финансовых рынков.

На наш взгляд, **качество банковских активов (в первую очередь связанных с ипотекой) будет ухудшаться в силу фундаментальных причин.**

- Рост безработицы в США приведет к дальнейшему ухудшению проблемы неплатежей по кредитам. Уровень безработицы и количество сокращений – это индикатор «номер 1» не только для США.

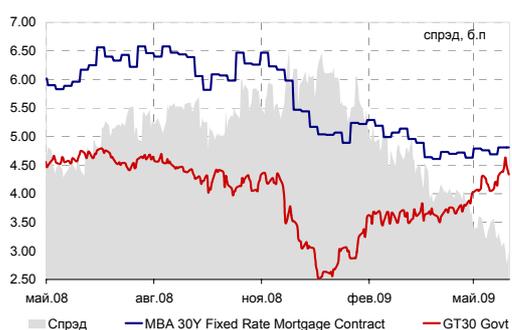
- Снижение цен на недвижимость в США с помощью доступных инструментов пока трудно остановить. Индекс Case-Shiller показывает снижение уже 34-й (!) месяц подряд. В апреле его снижение год к году составило 18.7 %.

- Устойчивый тренд роста доходности долгосрочных US Treasuries, усилившийся в конце мая, неминуемо приведет к росту стоимости ипотечных кредитов, что вызовет новую волну неплатежей и очередной скачок ухудшения качества ипотечных кредитов.

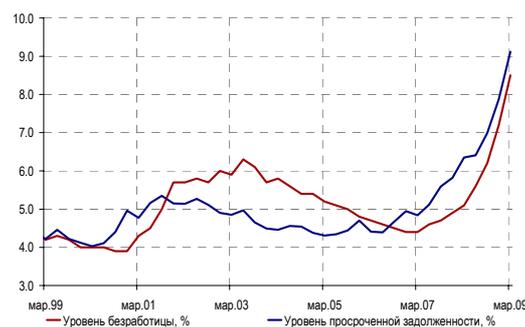
- По оценке агентства Moody's, покрытие «плохих» банковских долгов для американских банков радикально снизилось в 1-м квартале 2009 г. Отношение резервов по сомнительным долгам к объему просроченных обязательств снизилось в марте 2009 г. до 70 % по сравнению со 100 % в марте 2008 г. Агентство прогнозирует, что доналоговые убытки по ценным бумагам и кредитам американских банков могут достигнуть \$ 470 млрд в 2009 г (около 8 % от совокупной суммы кредитов на конец 2008 г.). В свою очередь, убытки приведут к снижению рейтингов около 50 % рейтингуемых Moody's банков.

Рынок сходится во мнении, что темпы ухудшения качества банковских активов снизятся в ближайшие кварталы, но объем просроченной задолженности достигнет пика только в 4-м квартале 2009 г. и впоследствии будет снижаться.

Долгосрочные UST и ставки по ипотеке, %



Уровень просроченной задолженности и уровень безработицы, %



Источник: Bloomberg

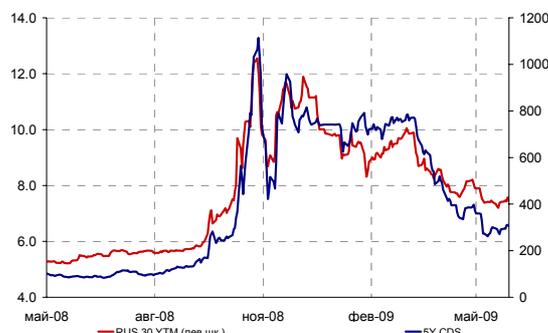
Комментарий: ставки по ипотеке обычно сильно коррелируют с доходностями долгосрочных облигаций. С начала года рост доходностей UST привел к сокращению спреда между ставками по ипотеке и UST-30 практически до нуля. Если ФРС не возьмет ситуацию с доходностями UST под контроль, ставки по ипотеке будут расти, увеличивая уровень просроченной задолженности.

Комментарий: связь между уровнем просроченной задолженности и безработицей налицо в последние 10 лет.

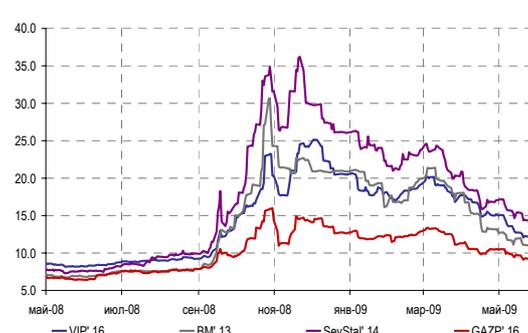
Еврооблигации: итоги мая и первых пяти месяцев 2009 г.

Ставка на валютные еврооблигаций стала одной из ключевых идей конца 2008 – начала 2009 г. В этой стратегии мы уже не так оптимистичны в отношении перспектив этого рынка. Рост доходности US-Treasuries рано или поздно приведет к росту доходности корпоративных еврооблигаций. Ослабление доллара против рубля делает покупку валютных еврооблигаций менее привлекательной по сравнению с рублевыми долговыми инструментами.

Россия: премия за суверенный риск



Россия: доходность корпоративных еврооблигаций



Изменение цен*

Еврооблигации финансового сектора

Лидеры роста / падения (май 2009г.)

	Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur
PromSvyaz' 11	34.9	15.03 YTM	-2587	2.00
RusStand' 15	22.5	20.92 YTM	-1345	3.83
RusStand' 15	22.5	20.92 YTM	-1345	3.83
Bank St.Pet' 17s	22.0	20.31 YTM	-1290	1.88
TransCap' 10	14.0	19.64 YTM	-1988	0.82
Nomos' 16	12.9	17.77 YTM	-505	4.46
TatFond' 10	12.0	37.67 YTM	-2126	0.72
BM' 15s	12.0	11.55 YTM	-338	1.25
RusStand' 10	11.0	25.70 YTM	-1236	1.12
Sber' 15s	9.9	10.12 YTM	-259	0.55
RusStand' 11	9.8	32.09 YTM	-915	1.51
RSHB' 17	8.9	8.52 YTM	-181	5.95
RenCap' 09	8.0	60.29 YTM	-1918	0.35
Loko' 10	7.9	23.25 YTM	-1170	0.63
PromSvyaz' 18s	7.0	22.76 YTM	-283	3.94

Еврооблигации нефинансового сектора

Лидеры роста / падения (май 2009г.)

	Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur
KuzbassUgol' 10	18.8	24.94 YTM	6	0.91
VIP' 16	14.2	11.06 YTM	-37	5.00
Raspadskaya' 12	12.6	13.05 YTM	-17	2.51
VIP' 18	11.9	11.64 YTM	-9	5.66
Evrax' 13	11.7	15.63 YTM	-6	3.02
TNK-BP' 18	11.2	10.58 YTM	-29	5.83
TNK-BP' 16	10.8	10.36 YTM	-31	5.06
TNK-BP' 13	10.3	9.12 YTM	2	3.13
TNK-BP' 17	10.0	10.42 YTM	-28	5.59
Evrax' 15	9.7	15.06 YTM	-24	4.46
VIP' 13	9.5	10.75 YTM	-14	3.18
EuroChem' 12	9.2	12.56 YTM	-115	2.35
TMK' 11	9.2	22.02 YTM	53	1.69
Alrosa' 14	9.2	13.15 YTM	-22	4.03
SevStal' 14	8.8	14.44 YTM	-32	3.61

Лидеры роста / падения (с начала 2009 г.)

	Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur
TransCap' 10	54.0	19.64 YTM	-9 879	0.82
Souz' 10	50.5	25.20 YTM	-9 538	0.59
MezgProm' 10	45.0	53.13 YTM	-11 038	0.51
MezgProm' 10	45.0	53.13 YTM	-11 038	0.51
PromSvyaz' 11	38.7	15.03 YTM	-2 590	2.00
TatFond' 10	38.0	37.67 YTM	-6 853	-
URSA' 10-2	37.1	18.79 YTM	-5 351	-
RusStand' 11	35.8	32.09 YTM	-4 105	-
Bank St.Pet' 17s	35.0	20.31 YTM	-2 912	-
RusStand' 15	32.5	20.92 YTM	-2 356	3.83
RusStand' 15	32.5	20.92 YTM	-2 356	-
RSHB' 17	32.1	8.52 YTM	-782	-
Alfa' 12	31.2	14.59 YTM	-1 639	2.43
BM' 13	27.1	10.79 YTM	-1 025	3.26
GazpromB' 15	26.1	10.64 YTM	-770	4.79

Лидеры роста / падения (с начала 2009 г.)

	Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur
KuzbassUgol' 10	40.0	24.94 YTM	-2 685	0.91
TNK-BP' 16	39.0	10.36 YTM	-262	5.06
EuroChem' 12	37.7	12.56 YTM	-439	2.35
TNK-BP' 18	35.9	10.58 YTM	-247	5.83
TNK-BP' 17	34.4	10.42 YTM	-240	5.59
Raspadskaya' 12	32.1	13.05 YTM	-595	2.51
VIP' 16	31.3	11.06 YTM	-367	5.00
TNK-BP' 13	31.0	9.12 YTM	-358	3.13
TNK-BP' 11	30.7	7.79 YTM	-336	1.87
SevStal' 14	30.3	14.44 YTM	-298	3.61
TNK-BP' 12	28.5	8.29 YTM	-339	-
SevStal' 13	27.3	15.61 YTM	-278	-
Lukoil' 17	25.2	8.47 YTM	-149	6.01
GAZP' 18€	25.0	9.71 YTM	-169	5.94
TMK' 09	24.8	14.24 YTM	-774	0.29

* Изменение в процентных пунктах

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Внутренний долговой рынок: у инвесторов появляется выбор

Позитивная конъюнктура на глобальных рынках, восстановление цен на нефть, ожидаемое снижение процентных ставок ЦБ (следующее может состояться уже в июне), укрепление рубля на фоне слабеющей позиции доллара – все это создало предпосылки для сохранения позитивной динамики на внутреннем долговом рынке в мае.

Ценовой индекс ВМВІ корпоративных облигаций вырос в мае на 1.7 %, а его доходность снизилась на 130 б. п. до уровня ниже 20 %. Согласно нашим расчетам, совокупная доходность всего сектора корпоративных облигаций за первые 5 месяцев этого года составила 31 % годовых.

ВМВІ: динамика основных индексов в мае 2009 г.*

Сегмент	29.05.2009					Динамика ВМВІ в мае 2009 г.				
	Объем, млрд. руб.	Капитализация, млрд. руб.	УТМ, %	M.dur	Спрэд, б.п.	Ценовой, %	Цена + купон, %	HPR, % год.	Спрэдш., б.п.	Доходность, б.п.
Корпоративные облигации	882.6	826.5	19.9	0.9	1 096	1.7	2.6	31.2	-58	-128
Blue chips	415.0	396.0	12.8	1.3	346	1.7	2.5	30.1	-24	-88
2-й эшелон	351.4	328.2	22.3	0.7	1 372	1.3	2.2	26.6	-9	-92
3-й эшелон	116.2	102.3	39.4	0.5	3 100	3.4	4.2	50.5	352	274
Муниципальные облигации	227.8	202.8	15.1	1.6	522	1.2	2.0	24.7	-17	-83
Москва	122.8	107.1	13.5	2.0	336	2.5	3.2	39.4	-71	-130
Облигации др. регионов	105.0	95.7	15.5	1.5	569	0.8	1.6	19.6	0	-68
Государственные облигации	0.0	0.0								
ОФЗ	709.0	621.0	10.2	3.3	0	-0.5	0.2	2.2	0	-10

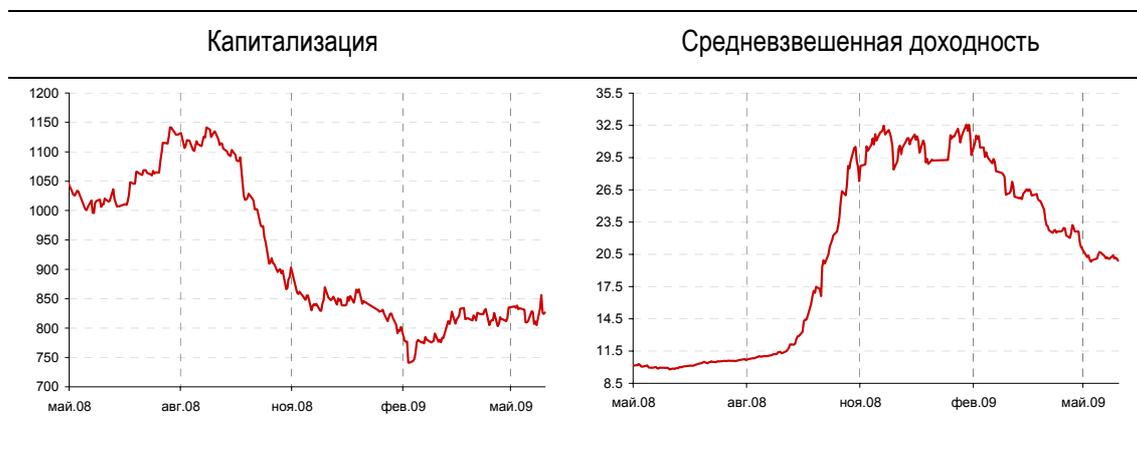
ВМВІ: динамика основных индексов с начала 2009 г.*

Сегмент	Ценовой, %	Цена + купон, %	HPR, % год.	Спрэдш., б.п.	Доходность, б.п.
Корпоративные облигации	8.8	12.7	31.0	-955	-933
Blue chips	4.9	9.1	22.2	-191	-209
2-й эшелон	10.3	13.5	32.8	-1114	-1088
3-й эшелон	14.7	20.1	49.0	-1034	-994
Муниципальные облигации	2.6	6.8	16.5	65	9
Москва	-3.0	0.7	1.8	271	252
Облигации др. регионов	3.3	7.7	18.6	-3	-66
Государственные облигации					
ОФЗ	-10.5	-7.2	-17.4	0	103

Источники: ММВБ, Банк Москвы

* - Мы отмечаем, что индексы ВМВІ очищены от влияния динамики distressed debt. При объявлении технического дефолта / предложения о реструктуризации мы исключаем как дефолтный выпуск, так и все выпуски, связанные с данным эмитентом. Реструктуризация, объявленная до дефолта, также является поводом для исключения бумаг эмитента из индексов. Индексы ВМВІ отражают динамику портфеля облигаций, обязательства которого исполняются в полном объеме.

Индекс ВМВІ: сектор рублевых корпоративных облигаций



Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Подробнее с индексами ВМВІ Банка Москвы можно ознакомиться здесь:

<http://www.bm.ru/common/img/uploaded/analit/BMBI.zip>

Первичный рынок: два зайца сразу

Снижение доходности рублевых облигаций в мае замедлилось, однако подобная тенденция отчасти объясняется большим числом рыночных размещений на первичном и вторичном рынках. Эмитенты, стремящиеся разместить новые выпуски, предлагают инвесторам премию в доходности (в случае рыночного размещения), что сдерживает общую позитивную динамику.

Размещения решают сразу две проблемы. Во-первых, в результате роста предложения постепенно ослабевает проблема дефицита качественных и доходных бумаг на рынке. Во-вторых, размещения дают рыночную оценку стоимости долга компании, тогда как восстанавливающийся, но еще не достаточно ликвидный вторичный рынок не отражает адекватную ставку привлечения бланкового долга для компаний.

Встречаем второй эшелон

Вслед за 1-м эшелонем (РЖД, Газпром нефть) с индикативными выпусками на рынок начинают выходить эмитенты 2-го эшелона. Премия в ходе аукционов к доходности вторичного рынка составляет 100-200 б. п., что делает участие в первичных аукционах самой выгодной инвестицией для участников рынка. Например, рекомендованный нами к покупке выпуск Газпром нефть-4 в настоящий момент торгуется по цене 105.5 % от номинала.

Среди эмитентов, которые планируют провести аукционы по размещению облигаций уже в июне, – Правительство Москвы, X5 Retail Group (эмитент – ИКС 5 Финанс), ВТБ-Лизинг и РЖД. На наш взгляд, все эти аукционы достойны внимания инвесторов, однако из уже объявленных ориентиров доходности наиболее выигрышно смотрится прогноз доходности X5 Retail Group.

Первичные размещения

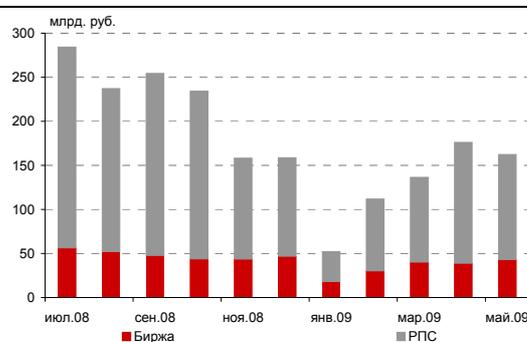
Выпуск	Номинальный объем	Оферта/Погашение	Ставка купона, %	УТМ/УТР, %	Дюрация, лет
ВТБ-Лизинг-3, 4, 5	15 000	1 год	13.50-14.50	14.20-15.30	0.8
ИКС5Фин 02	8 000	2 года	18.50-19.50	19.36-20.45	1.5
РЖД-16	15 000	2 года	14.25-14.75	14.76-15.3	1.6

Источники: данные организаторов, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

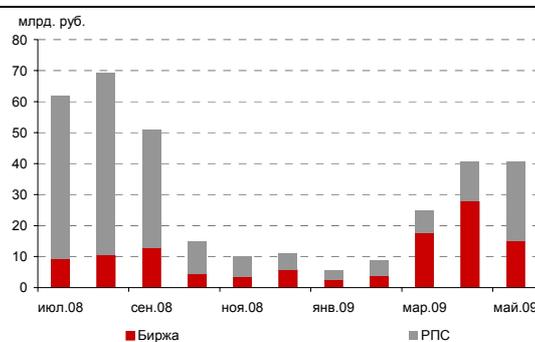
Обороты и ликвидность растут

Второй месяц подряд оборот в корпоративном сегменте удерживается выше отметки в 150 млрд руб. Стоит отметить, что майские торговые обороты были ниже за счет меньшего числа торговых дней. Во многом благодаря усилиям Москвы, а также вновь появившемуся спросу на облигации Московской области значительно выросла инвестиционная активность в муниципальном/субфедеральном сегменте.

Обороты с корпоративными облигациями



Обороты с субфедеральными/ муниципальными облигациями



Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Спрос на длинные бумаги, ОФЗ и АИЖК

Другая особенность прошедшего месяца – усилившаяся компрессия спредов на длинном участке «звездного неба» рублевых облигаций. В условиях стабильности высокая дюрация сулит хорошую спекулятивную доходность, поэтому покупательские предпочтения смещаются с бумаг с погашением в 2009-2010 гг. к 2-4-летним бумагам.

Мы также отмечаем рост интереса к сектору госбумаг: если в начале весны ставки большинства рублевых инструментов давали значительную премию к первому эшелону, то сейчас о blue chips нельзя сказать такого, в результате аукционы Минфина вновь могут стать интересными для участников, что показал неожиданно удачный аукцион по размещению выпуска ОФЗ 25064. Мы полагаем, что со временем в сектор ОФЗ могут вернуться рыночные участники.

Статус изгоя постепенно теряют облигации АИЖК – хороший объем спроса на бумаги формируется с доходностью 15.5-16 %. Несмотря на существующие проблемы роста просрочки по ипотечному кредиту эмитента, мы ожидаем дальнейшего роста интереса к бумагам компании, а кредитные риски и риски реструктуризации задолженности считаем умеренными.

Первые признаки оживления на рынке внутреннего кредитования

В мае наблюдался рост числа кредитных сделок российских компаний, причем помимо кредитов госбанков растет число кредитов, выданных частными кредитными организациями. В мае о привлечении/продлонгации кредитов объявили Алроса, Белон, МТС, Мечел, МОЭСК.

Разумеется, объемы выдаваемых кредитов и число сделок не сопоставимы с докризисными уровнями, однако во 2-м квартале в этом смысле заметен определенный прогресс.

Прогнозы и рекомендации

Все рекомендуемые нами рублевые облигации позволили в мае заработать на росте рынка. Мы сохраняем в списке все выпуски и отмечаем при этом, что котировки выпуска РЖД-13 могут подвергнуться давлению в силу грядущего высокого объема предложения облигаций РЖД.

Кроме того, мы рекомендуем принять участие в аукционе по ИКС5Фин-2. Нам, во-первых, импонирует высокая доходность, которую анонсировали организаторы займа. Во-вторых, покупка бумаги в портфели позволит инвесторам диверсифицировать свои портфели, перегруженные долгом нефтяных, металлургических и телекоммуникационных компаний. Именно поэтому мы ожидаем, что анонсированное размещение X5 будет успешным, а также не исключаем, что ставка купона сложится на более низких уровнях, чем было заявлено. Единственный «минус» размещения – оно пройдет в форме аукциона, а не в форме book-building. Таким образом, доходность может сложиться много ниже объявленной организаторами за счет высокого спроса.

Рублевые облигации, торговые идеи: 1-2 эшелон

Выпуск	Номинальный объем	Оферта/Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц	
						Цена, б.п.	YTM, б.п.
Газпром нефть4	10 000	25.04.2011	105.1	13.99	1.6	165	-101
Самый ликвидный и доходный рублевый выпуск 1-го эшелона							
РЖД-13	15 000	10.09.2011	100.6	13.90	~1.7	20	-40
Имеет плавающую ставку купона, которая привязана к ставке РЕПО ЦБ но будет снижаться с лагом							
Москва-50	15 000	10.09.2011	87.9	14.27	2.1	270	-133
Ликвидные, качественные и доходные субфедеральные облигации							
Москва-54	15 000	13.08.2010	83.5	14.89	2.7	321	-141
Ликвидные, качественные и доходные субфедеральные облигации							
МТС-4	15 000	19.05.2011	102.8	15.01	1.6	275	-174
Высокая доходность при хорошем кредитном качестве							
ИКС5Фин_02*	15 000	июн 11	100.0	19.36-20.45	1.5	-	-
Единственный эмитент потребительского сектора хорошего кредитного качества на первичном рынке							

* планируемые выпуски

Мы по-прежнему находим текущие условия весьма благоприятными для инвестиций в рублевые облигации 1-2-го эшелонов, в том числе в длинные бумаги (3-4 года). Разумеется, наиболее удобным моментом для формирования позиций при большом числе размещений являются первичные размещения, однако мы полагаем, что даже покупки на вторичном рынке принесут свои плоды.

Вахрамеев Сергей
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Нефть и газ

Цены на бензин должны вырасти

В мае средняя цена на нефть Urals резко выросла и составила \$ 56.5 (в апреле средняя цена была \$ 48.7). Доход нефтяных компаний от экспорта сырой нефти в мае, по нашим оценкам, вырос до \$ 23-24 на баррель (в апреле данный показатель составлял около \$ 21.3 на баррель), что дает преимущество добывающим компаниям, так как маржа в нефтепереработке в настоящий момент значительно ниже (около \$ 5 на баррель).

Мы повысили прогнозы по ценам на нефть на ближайшие годы, а также незначительно снизили ставку WACC в связи со снижением странового риска, что привело к повышению целевых цен на бумаги сектора.

С учетом пересмотра целевых цен, наш фаворит остался прежним – мы отдаем предпочтение бумагам Газпрома.

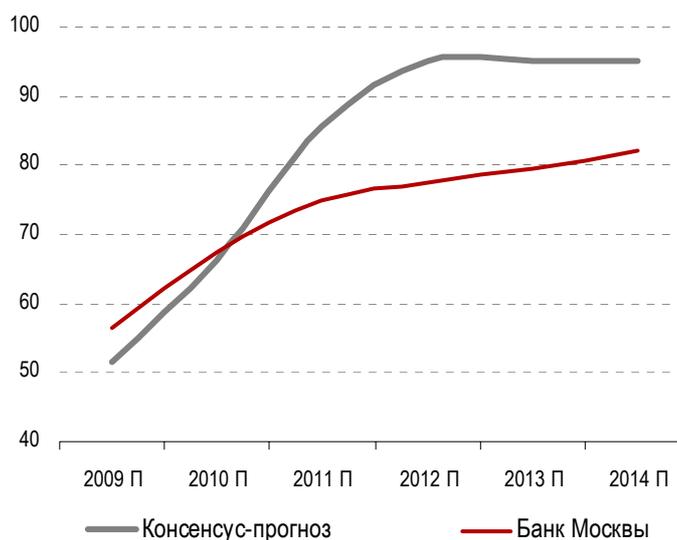
		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Газпром	GAZP	5.84	137 880	6.3	2.1	4.2	7.44	27%	покупать
Лукойл	LKOH	54.75	46 354	6.0	0.8	3.8	54.00	-1%	держать
Роснефть	ROSN	6.80	65 266	11.2	1.9	6.3	5.76	-15%	продавать
ТНК-ВР	tnbp	1.15	17 247	4.8	0.6	2.8	0.90	-22%	продавать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.83	29 653	6.7	0.5	2.0	0.91	10%	держать
Газпром нефть	SIBN	3.25	15 409	2.6	0.8	2.8	4.08	25%	держать
Татнефть	TATN	4.33	8 989	7.6	0.9	4.4	2.97	-31%	продавать
НОВАТЭК	NVTK	5.20	15 762	21.6	5.8	13.2	5.05	-3%	держать
С.А.Т. oil	O2C	7.20	352	44.6	1.3	8.3	5.32	-26%	продавать
Интегра	INTEq.L	1.95	279	neg	0.8	6.4	0.79	-59%	продавать
БК Евразия	EDCLq.L	8.50	1 154	16.6	0.8	5.8	10.45	23%	держать

Источники: PTC, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные тенденции

Мы пересмотрели наш среднесрочный прогноз по ценам на нефть. Мы полагаем, что средняя цена нефти WTI в 2009 г. составит \$ 56.5 за баррель, а российской экспортной смеси Urals – около \$ 55 за баррель. В среднесрочной перспективе мы ожидаем плавного восстановления цен на нефть до уровней в \$ 82.5 за баррель к 2015 г.

Прогноз динамики цен на WTI, \$/бар.



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

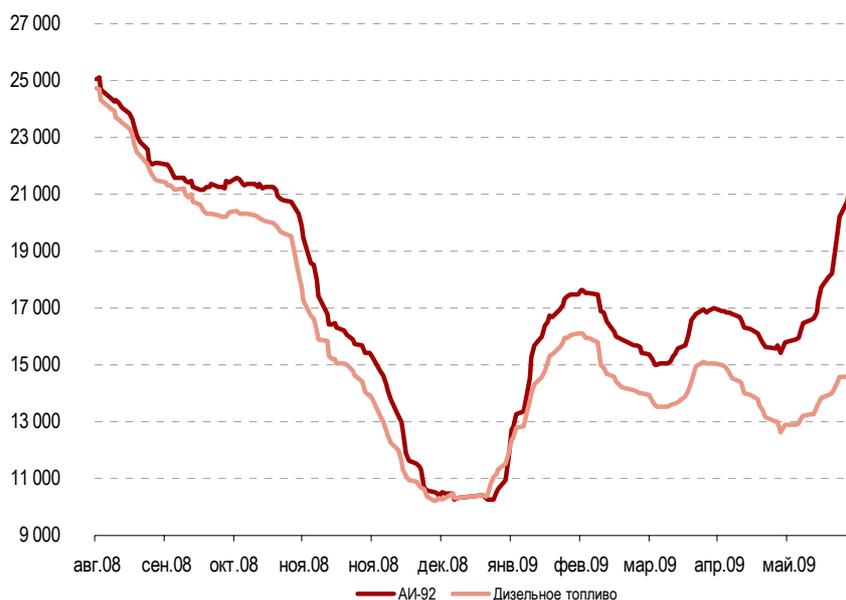
Основное расхождение с консенсус-прогнозом, заключается в том, что консенсус предполагает более быстрое восстановление цен на нефть: \$ 85.5 за баррель уже в 2011 г.

Соответственно, мы в своих прогнозах исходим из гораздо более консервативных предположений относительно динамики стоимости «черного золота». В результате пересмотра прогноза по ценам на нефть в среднесрочном периоде мы скорректировали наши модели

оценки нефтегазового сектора. Повышение целевых цен составило от 7 до 60 %.

Оптовые цены на нефтепродукты в мае заметно выросли вследствие роста цен на нефть. Начиная с 1 мая к 4 июня цены на дизельное топливо выросли на 14.4 %, АИ-92 – на 37.8 %, АИ-95 – на 26.4 %.

Динамика оптовых цен на нефтепродукты в РФ, руб./т



Источники: NGE, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В то же время маржа АЗС в июне снизилась до уровней прошлого года (когда цены на нефть были значительно выше). По нашим оценкам, данный показатель сократился к концу мая до 5 % (в начале года он составлял 39 %). Данный факт обусловлен ростом средних оптовых цен на нефтепродукты и снижением розничных цен. Мы считаем, что в ближайшее время начнется заметный рост розничных цен на нефтепродукты, до тех пор пока маржа АЗС не возвратится на нормальный уровень 15-20 % (в результате чего цены на топливо могут вырасти на 3 руб. за литр). В итоге в выигрыше окажутся компании с большим удельным весом розницы: ЛУКОЙЛ, ТНК-ВР и Роснефть. Однако рост розничных цен на нефтепродукты положительно повлияет на финансовые показатели вышеуказанных компаний, скорее всего, лишь в 3-м квартале 2009 г.

Средняя маржа продаж нефтепродуктов в розницу



Источники: ЦДУ ТЭК, МТА, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

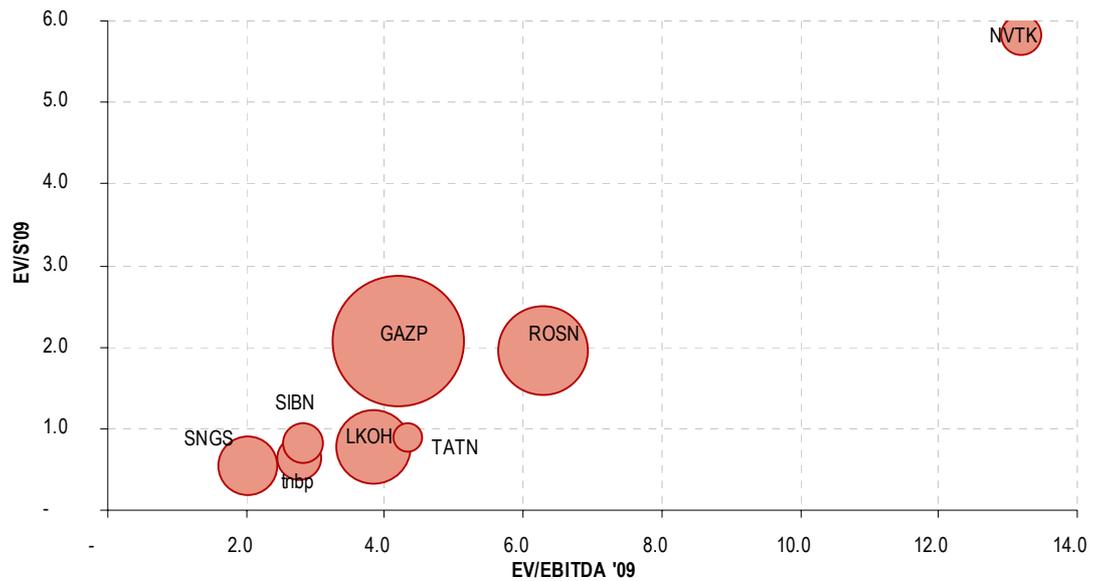
С учетом повышения прогнозных цен на нефть и незначительного снижения WACC, потенциал роста стоимости компаний увеличился. Из фаворитов мы отдаем предпочтение бумагам Газпрома.

компания	тикер	Целевые уровни, \$				Рекомендация		
		Пессимистический	Базовый	Оптимистический	Предыдущий	Пессимистический	Базовый	Оптимистический
Газпром	GAZP	5.14	7.44	9.60	5.74	продавать	покупать	покупать
Лукойл	LKOH	52.88	54.00	60.61	50.28	продавать	держать	держать
Роснефть	ROSN	5.14	5.76	7.47	5.17	продавать	продавать	держать
ТНК-ВР	tnbp	0.73	0.90	0.93	0.67	продавать	продавать	продавать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.77	0.91	1.02	0.79	продавать	держать	покупать
Газпром нефть	SIBN	3.44	4.08	4.14	3.44	держать	держать	держать
Татнефть	TATN	2.11	2.97	3.50	2.21	продавать	продавать	продавать
НОВАТЭК	NVTK	3.51	5.05	6.99	3.16	продавать	держать	покупать
С.А.Т. oil	O2C	5.32	6.00	6.57	5.32	продавать	продавать	продавать
Интегра	INTEq.L	0.79	1.95	3.04	0.79	продавать	держать	покупать
БК Евразия	EDCLq.L	10.45	12.36	13.99	10.45	держать	покупать	покупать

Стоит обратить внимание на отличную отчетность компании за 2008 год, опубликованную 30 апреля. Из-за опережающего роста выручки над расходами скорректированный показатель EBITDA Газпрома в 4-м квартале 2008 г. преподнес сюрприз, увеличившись на 29.4 % относительно наших прогнозов, и оказался значительно выше консенсуса.

Динамика котировок Газпрома с начала года была хуже динамики акций нефтяных компаний и НОВАТЭКа. Несмотря на снижение нашего прогноза по добыче, продажам и ценам на 2009 год, у компании, по нашим оценкам, остается неплохой потенциал роста.

Оценка компаний сектора



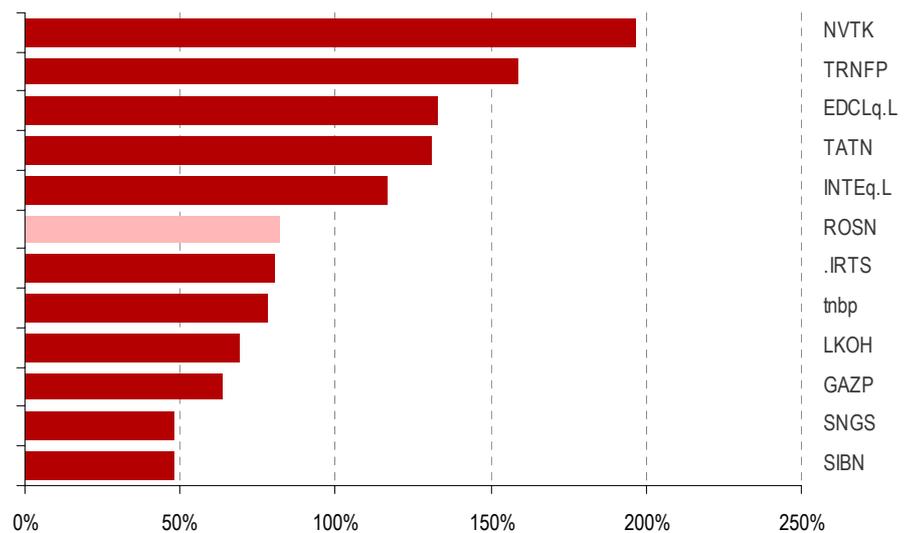
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕВITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008	2009 П	2010 П	2008	2009 П	2010 П	2008	2009 П	2010 П
Газпром	141 472	83 481	107 986	62 486	40 823	45 217	29 868	21 980	24 442
Лукойл	107 680	68 901	82 008	16 667	13 913	14 130	9 144	7 712	7 726
Роснефть	68 991	44 316	55 256	16 988	13 718	15 518	11 120	5 840	7 353
ТНК-ВР	45 128	29 194	35 432	9 791	6 634	6 931	5 926	3 591	3 747
Сургутнефтегаз	39 850	24 641	30 136	7 492	6 473	6 704	5 129	4 446	2 128
Газпром нефть	33 075	20 518	24 432	7 458	5 883	5 897	7 458	5 883	5 897
Татнефть	17 863	11 280	13 375	1 783	2 281	2 596	338	1 188	1 379
НОВАТЭК	3 177	2 801	4 236	1 471	1 235	1 703	921	730	1 185
С.А.Т. oil	406	286	316	69	46	56	4	8	17
Интегра	1 446	866	992	111	103	125	263	111	26
БК Евразия	2 102	1 389	1 935	449	189	345	221	69	196

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

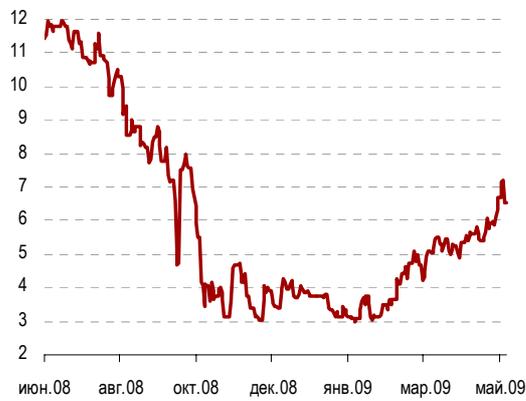
Газпром



НОВАТЭК



Роснефть



ЛУКОЙЛ



Сургутнефтегаз



ТНК-ВР



Газпром нефть



Татнефть



Транснефть п.



Башнефть



Интегра



Eurasia Drilling



Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru
Кучеров Андрей
Kuchеров_AA@mmbank.ru

Металлургия

Укрепление рубля – явный негатив

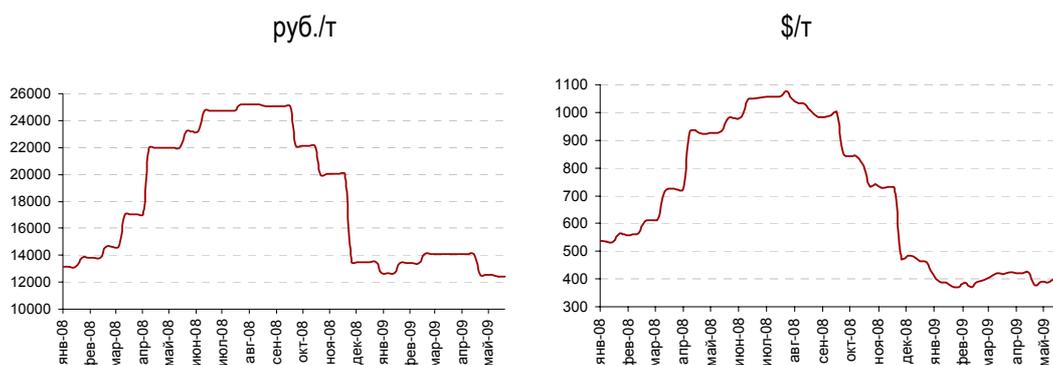
Рынок стали пока находится в состоянии стагнации, а цены на нефть резко растут, что приводит к укреплению российской валюты, которое для российских металлургических компаний фактически подразумевает снижение рублевых цен на их продукцию. Данная тенденция носит явно негативный характер для сектора – ему остается лишь надеяться на увеличение спроса в Азии и улучшение макроэкономической ситуации внутри РФ.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Евраз Групп	HK1q.L	23.10	8 490	20.5	1.7	6.6	30.70	33%	продавать
НЛМК	NLMK	2.05	12 286	17.7	2.5	7.5	1.85	-10%	продавать
Северсталь	CHMF	6.40	6 449	9.8	1.1	11.4	5.55	-13%	продавать
Мечел	MTL.N	10.31	4 292	17.2	2.2	13.2	8.93	-13%	продавать
ММК	MAGN	0.52	5 811	43.7	1.6	5.8	0.50	-4%	держат
ТМК	TRMKq.L	9.06	1 977	22.3	1.1	9.4	7.28	-20%	продавать
Распадская	RASP	2.13	1 663	135.4	4.9	13.2	3.63	70%	покупать
Белон	BLNG	0.35	403	15.1	1.7	10.2	0.45	29%	держат
Норильский Никель	GMKN	108.0	20 588	17.9	3.0	5.8	95.60	-11%	продавать
Полюс Золото	PLZL	45.5	8 105	18.5	5.7	10.3	53.10	17%	держат
Полиметалл	PMTLq.L	8.50	2 678	19.4	5.5	10.9	7.41	-13%	продавать
ВСМПО	VSMO	60.3	695	9.3	1.7	7.6	-	-	-
ЧЦЗ	CHZN	2.33	126	8.3	0.6	8.4	-	-	-

Основные тенденции

Наблюдаемое в последние месяцы ралли цен на товарных рынках не затрагивает рынка стали, не являющейся биржевым товаром, зато весьма существенно влияет на курс российского рубля, стоимость которого уже вернулась на уровни начала года. Благодаря укреплению национальной валюты отечественные металлургические компании даже при стабильных мировых ценах фактически продолжают сталкиваться со снижением рублевых цен реализации своей продукции. Основные издержки металлургических компаний номинированы в рублях, и, таким образом, снижение рублевых цен является очень негативной тенденцией для сектора, продолжение которой чревато углублением проблем отрасли.

Цены на сталь (г/к лист, внутренний рынок РФ)



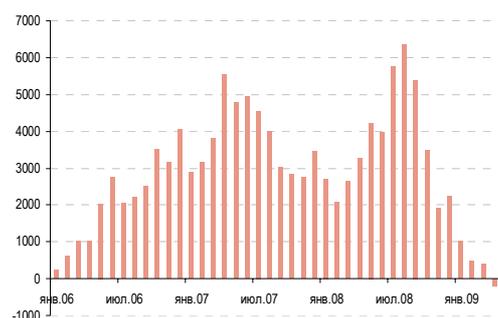
Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

На таком фоне основная надежда отечественных металлургов может заключаться в росте спроса и, как следствие, цен на сталь на внутреннем рынке, который в условиях роста цен на нефть должен наконец ожить, и в странах азиатско-тихоокеанского региона, где по-прежнему происходит замена более дорогой китайской и местной стали более дешевым продуктом из стран СНГ (да и сама китайская торговля сталью и сырьем демонстрирует очень благоприятные для российских металлургов тенденции).

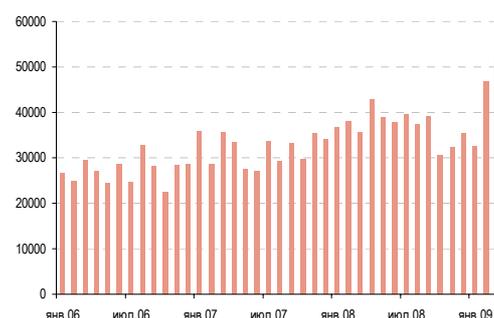
Кроме того, переговоры о поставках железной руды в 2009 г. между ключевыми производителями и потребителями не оправдали пессимистичных ожиданий резкого падения цен на сырье и, как следствие, издержек производителей и цен на сталь в странах АТР. Заключенное на прошлой неделе соглашение Rio Tinto с японскими и корейскими

потребителями впервые за последние годы предусматривает контрактную цену поставки на уровне выше спотовой цены и, таким образом, не дает производителям стали никаких шансов для снижения издержек.

Чистый экспорт стали из КНР, тыс. т



Чистый импорт железной руды в КНР, тыс. т



Источники: таможенное управление КНР, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Пересмотр рекомендаций

Мы пересмотрели свои оценки целевой стоимости компаний сектора, отразив в новой оценке, с одной стороны, более оптимистичные прогнозы долгосрочных цен на сталь и сырье для ее производства (долгосрочная цена на лист повышена с \$ 700 до \$ 775 за тонну, на коксующийся уголь – со \$ 100 до \$ 110 за тонну), а с другой стороны – новые макропрогнозы, в частности более быстрое, чем ожидалось ранее, укрепление курса российского рубля, а также снижение безрисковой ставки на 1 %. В результате целевые цены акций большинства компаний были повышены в пределах 30 % (исключениями стали Северсталь, опубликовавшая очень слабую отчетность за 1-й квартал с. г., Евраз и Мечел, имеющие очень высокий уровень левверджа и, соответственно, более других выигрывающие от ожидаемого улучшения конъюнктуры, и производители драгоценных металлов).

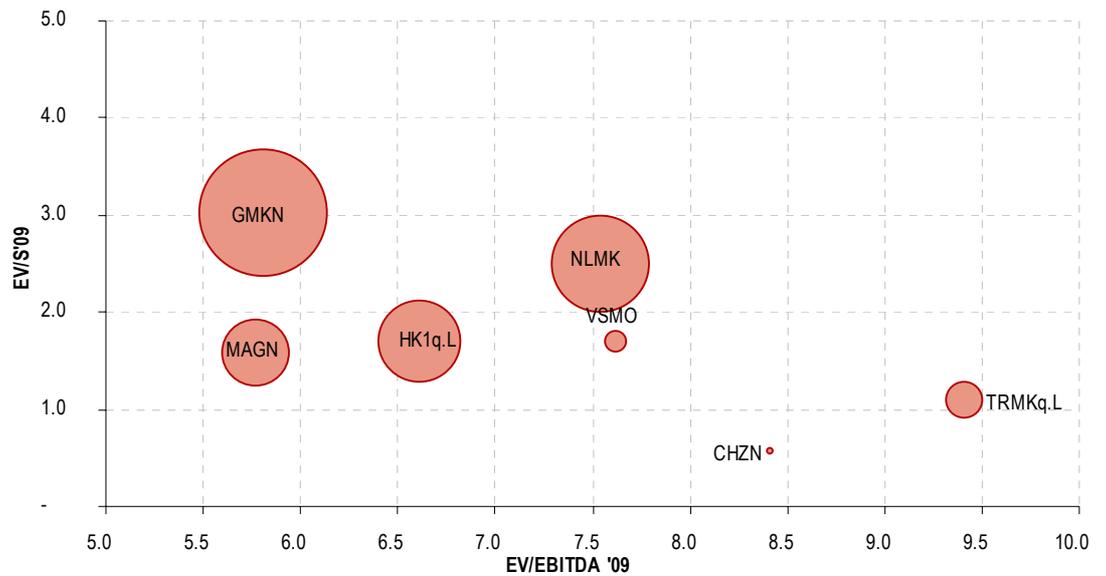
Компания	Тиккер	Целевые уровни, \$				Рекомендация		
		Пессимистический	Базовый	Оптимистический	Предыдущий	Пессимистический	Базовый	Оптимистический
Евраз	EVR	31.8	30.7	51.05	14.89	покупать	покупать	покупать
Северсталь	CHMF	6.24	5.55	14.21	6.69	держать	продавать	покупать
НЛМК	NLMK	1.77	1.85	2.54	1.54	продавать	продавать	покупать
ММК	MAGN	0.69	0.50	0.75	0.4	покупать	держать	покупать
Мечел	MTL	6.73	8.93	25.57	5.83	продавать	продавать	покупать
ТМК	TRMK	1.26	1.85	2.35	1.82	продавать	продавать	держать
Распадская	RASP	4.33	3.63	4.53	3.51	покупать	покупать	покупать
Белон	BLNG	0.43	0.45	0.54	0.35	продавать	продавать	продавать
Норильский								
Никель	GMKN	86.7	95.6	104.2	80.5	продавать	продавать	продавать
Полюс	PLZL	43.6	53.1	42.2	28.1	продавать	держать	продавать
Полиметалл	PMTL	9.62	7.41	12.55	4.82	держать	продавать	покупать

Мы также принципиально изменили свой подход к оценке производителей драгоценных металлов, снизив ставку дисконтирования в моделях оценки Полюса и Полиметалла: бумаги этих компаний часто движутся против рынка и являются хорошим инструментом для хеджирования рисков, что, на наш взгляд, снижает стоимость акционерного капитала для этого сектора.

Ключевые рекомендации

Несмотря на достаточно впечатляющий рост за последние два месяца, нам продолжают нравиться бумаги **Распадской**. Для тех инвесторов, которые хотели бы сделать ставку на быстрое восстановление мировой экономики и рост цен на сталь, мы бы также рекомендовали к покупке бумаги **Евраз**.

Оценка компаний сектора



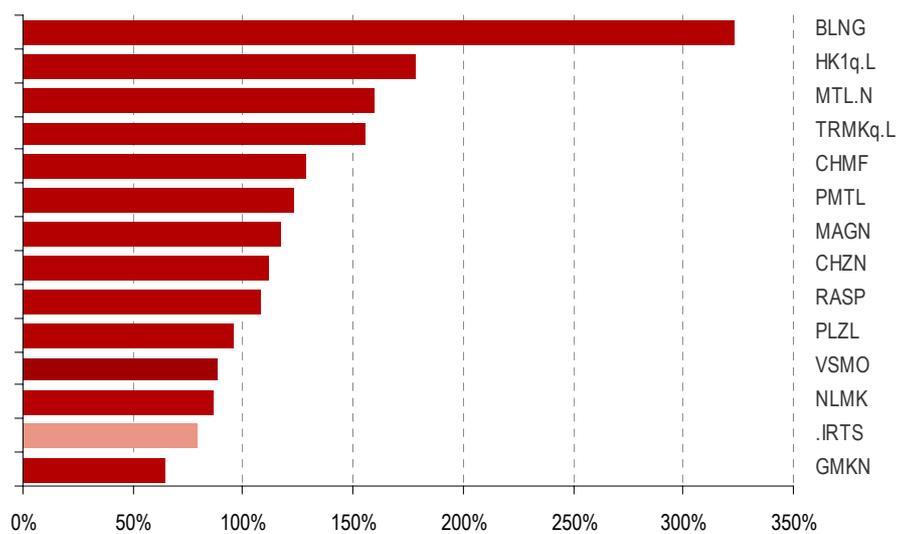
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕВITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Евраз Групп	20 380	10 126	13 042	6 323	2 596	3 067	1 868	413	699
НЛМК	11 699	5 260	6 649	4 688	1 739	2 293	2 278	693	1 103
Северсталь	22 370	10 218	12 895	5 257	987	1 309	2 034	-	660
Мечел	9 951	4 399	6 268	3 020	718	1 134	1 141	-	249
ММК	10 550	4 059	6 113	662	1 106	1 436	-	245	133
ТМК	5 690	4 636	5 848	1 006	536	896	199	89	364
Распадская	1 200	370	623	869	138	330	531	-	12
Белон	978	512	598	205	86	157	79	-	27
Норильский Никель	13 980	7 877	8 844	5 796	4 077	4 277	-	449	1 147
Полюс Золото	1 087	1 299	1 767	449	721	1 106	52	438	700
Полиметалл	503	544	669	122	273	304	-	16	138
ВСМПО	1 163	750	1 050	311	166	210	107	75	90
ЧЦЗ	401	310	351	-	21	32	-	142	-

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Норильский никель



Полюс Золото



Полиметалл



ТМК



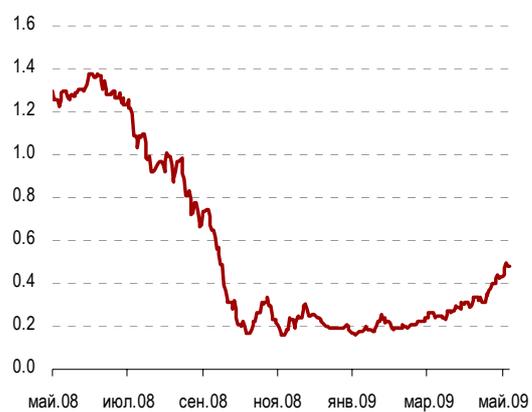
НЛМК



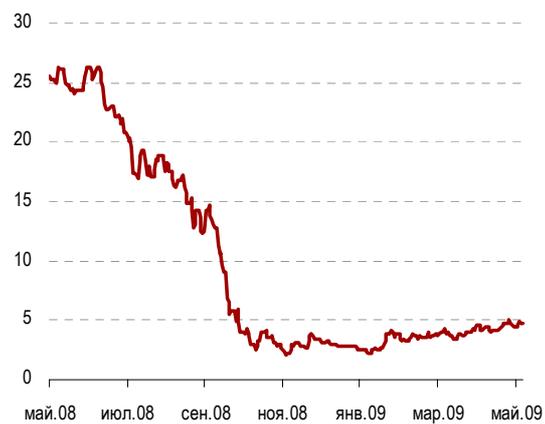
Евраз Групп



ММК



Северсталь



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Зенкова Елена
Zenkova_EA@mmbank.ru

Электроэнергетика

Пересмотр ландшафта посткризисной энергетики

После трехмесячного роста большинство акций ОГК, по нашему мнению, уже достигли своих справедливых уровней. Нашими фаворитами являются бумаги ОГК-4 и ОГК-5, имеющие наибольший потенциал. В качестве спекулятивной идеи мы выделяем акции ИнтерРАО.

В конце июня может появиться концепция целевого рынка мощности, а также новая система, которая призвана заменить договоры на предоставление мощности. Таким образом, в июне рынок может получить новые ориентиры по инвестиционным обязательствам генерирующих компаний и их окупаемости.

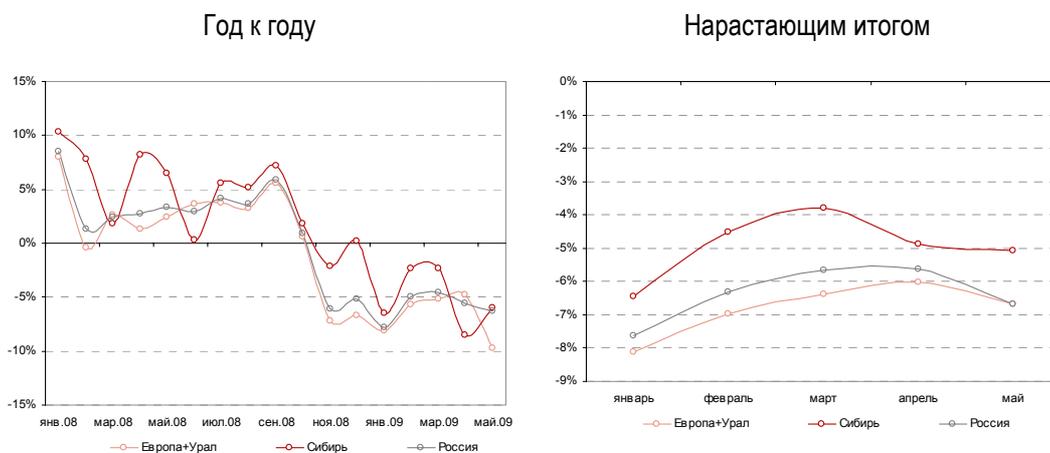
Несмотря на то что в своих моделях мы уже учли возможность частичного переноса сроков реализации инвестпрограмм, в среднесрочной перспективе нас может ожидать ряд сюрпризов, связанный с отменой ввода новых мощностей по некоторым компаниям.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
ГидроОГК	HYDR	0.041	10 456	13.1	3.8	7.1	-		
ФСК	FEES	0.009	4 478	23.5	2.0	3.7	-		
ОГК-1	OGKA	0.023	1 027	- 29.0	0.8	5.9	0.015	-35%	покупать
ОГК-2	OGKB	0.024	769	- 20.1	0.8	26.8	0.020	-15%	покупать
ОГК-3	OGKC	0.053	2 517	13.2	0.9	6.0	0.039	-26%	покупать
ОГК-4	OGKD	0.040	2 538	50.1	1.5	21.8	0.049	22%	покупать
ОГК-5	OGKE	0.039	1 385	- 87.1	1.4	13.6	0.054	38%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.018	581	- 44.4	0.5	4.1	0.019	6%	покупать

Основные тенденции

Потребление электроэнергии продолжает сокращаться. По итогам мая потребление электроэнергии сократилось на 9.7 % в ценовой зоне Европа+Урал и на 6 % в Сибири год к году. Таким образом, негативная тенденция снижения суммарного энергопотребления в мае лишь усугубилась, увеличив отрыв от уровней прошлого года до -8.6 % без учета погодных факторов. За первые пять месяцев текущего года потребление электроэнергии в двух ценовых зонах снизилось на 6.7 %, еще более приблизившись к верхним границам прогнозов снижения потребления, сделанных ранее Правительством (7-8 %).

Потребление электроэнергии в ценовых зонах Европа+Урал и Сибирь в 2009 г., %



Источники: АТС, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Несмотря на усугубление ситуации в мае, пока мы не склонны драматизировать текущее положение, полагая, что из-за большого количества праздников в кризисный период май не является показательным месяцем. В соответствии с нашими ожиданиями, снижение потребления в 2009 г. составит 5 %.

Пересмотр прогнозов

В данной стратегии мы изменили уровни справедливых цен и рекомендации по акциям ОГК, что связано с пересмотром макроэкономических прогнозов и уровня российского риска. Кроме того, в своей модели по ОГК-1 мы учли опубликованные в мае финансовые итоги 2008 г., оказавшиеся более слабыми, чем мы ожидали. В результате проведенного пересмотра мы повысили целевые уровни акций компаний в пределах 8-40 %.

Компания	Тиккер	Целевые уровни, \$				Рекомендация		
		Пессимистический	Базовый	Оптимистический	Предыдущий	Пессимистический	Базовый	Оптимистический
ОГК-1	OGKA	0.01	0.02	0.02	0.01	продавать	продавать	продавать
ОГК-2	OGKB	0.0	0.0	0.0	0.0	продавать	продавать	держать
ОГК-3	OGKC	0.036	0.039	0.042	0.032	продавать	продавать	продавать
ОГК-4	OGKD	0.045	0.049	0.053	0.042	держать	покупать	покупать
ОГК-5	OGKE	0.046	0.054	0.059	0.041	держать	покупать	покупать
ОГК-6	OGKF	0.013	0.019	0.022	0.013	продавать	продавать	держать

Ориентиры по новой мощности

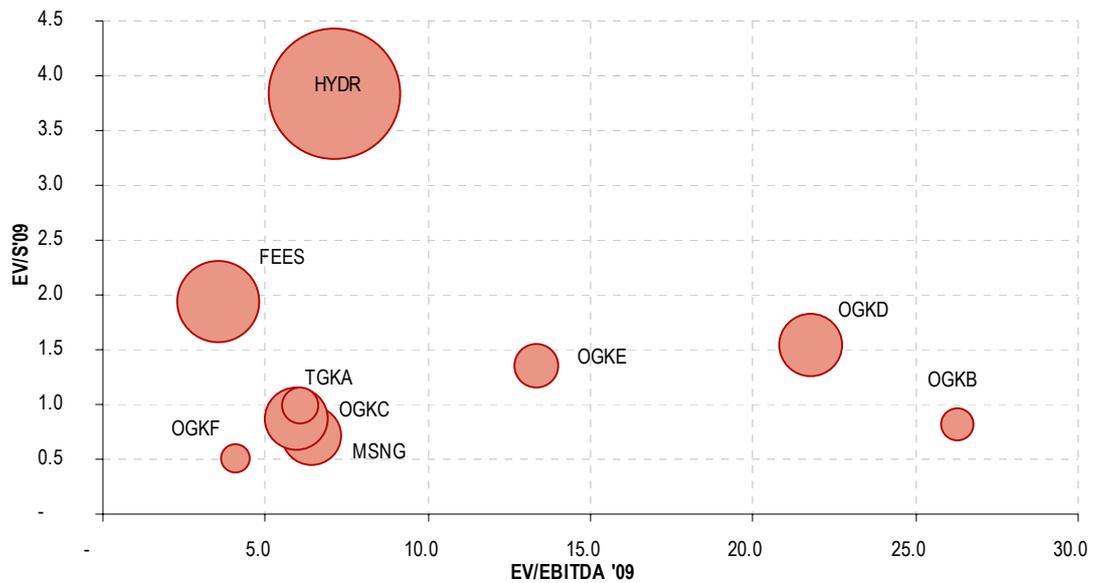
В конце июня может появиться концепция целевого рынка мощности, а также новая система, которая призвана заменить договоры на предоставление мощности. Таким образом, в июне рынок может получить новые ориентиры по инвестиционным обязательствам генерирующих компаний и их окупаемости. Напомним, что в своих моделях мы уже учли возможность частичного переноса сроков реализации инвестпрограмм, и, по нашим оценкам, сейчас этот фактор уже заложен в цены энергокомпаний. Тем не менее, не исключено, что на фоне очевидно сложного диалога между Правительством и генерирующими компаниями в среднесрочной перспективе нас может ожидать ряд сюрпризов. Так, недавно представители Правительства уже сообщали, что возможен «пересмотр ландшафта посткризисной энергетики», в том числе в части перераспределения ввода новых объектов в пользу добросовестных инвесторов. И хотя данное высказывание неоднозначно и может оказать как позитивное, так и негативное влияние на акции отдельных компаний, по нашему мнению, от перераспределения вводов в большей степени могут выиграть компании, не успевшие привлечь достаточные финансовые ресурсы при реорганизации (ОГК-1, 2 и 6). Тем не менее, если после передачи контроля над ОГК-1 ИнтерРАО генерирующая компания получила новые возможности для финансирования своих программ, а от сокращения инвестиций ОГК-6 в долгосрочной перспективе потеряет больше, чем приобретет, то ОГК-2, по нашему мнению, может действительно выиграть. По нашим оценкам, в текущих условиях за счет полного отказа от ввода новых мощностей стоимость ОГК-2 увеличится на 20 % относительно оценок стоимости с учетом сдвига сроков ввода новых мощностей.

Ключевые рекомендации

После трехмесячного роста большинство акций ОГК, по нашему мнению, уже достигли своих справедливых уровней. Нашими фаворитами являются акции ОГК-4, что объясняется двумя причинами: низкая стоимость производства и наличие собственных средств, которые могут покрыть потребности компании в финансировании инвестпрограммы в 2009 г., что защитит акции ОГК-4 даже в случае сохранения принятых ранее обязательств по вводу новых мощностей. Также мы выделяем акции ОГК-5, имеющие наибольший потенциал, что объясняется отставанием бумаги от динамики сектора в целом.

В качестве спекулятивной идеи мы выделяем акции ИнтерРАО. В преддверии размещения доэмиссии цена акций компании будет стремиться к номиналу (0.028 руб.), который, по сути, выступает нижним уровнем предстоящего размещения. С другой стороны, в ходе перераспределения вводов мощностей и «создания нового ландшафта в электроэнергетике» компания может стать центром консолидации не только для ОГК-1 и ТГК-11.

Оценка компаний сектора



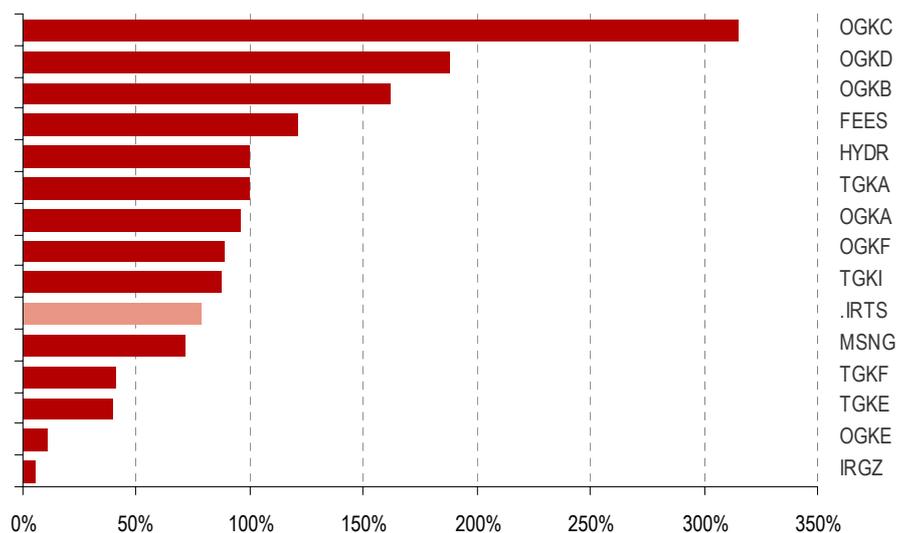
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕВITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
ГидроОГК	2 935	2 727	3 745	1 300	1 464	2 099	506	799	1 111
Мосэнерго	3 597	3 612	4 922	383	399	509	83	90	120
ФСК	2 585	2 611	5 070	952	1 399	3 163	251	190	216
ОГК-1	2 006	1 356	1 763	172	186	154	55	35	144
ОГК-2	1 630	1 124	1 548	24	34	96	15	38	56
ОГК-3	1 193	914	1 137	177	132	119	324	191	145
ОГК-4	1 462	1 233	1 750	131	87	201	75	51	73
ОГК-5	1 448	1 172	1 559	213	117	207	66	16	20
ОГК-6	1 499	1 261	1 574	108	155	170	1	13	74

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год
ФСК ЕЭС

РусГидро



ИнтерРАО



ОГК-1



ОГК-2



ОГК-3



ОГК-4



ОГК-5



ОГК-6



ТГК-1



Мосэнерго



ТГК-5



Мусяенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Банковский сектор

Надежды американских банков затмили проблемы российских

За прошедший месяц наше отношение к Сбербанку не изменилось. Мы по-прежнему считаем, что при тех темпах ухудшения ситуации в банковском секторе, которые наблюдаются сейчас, банк обладает достаточным запасом прочности и докапитализация ему не потребуется ни в текущем году, ни, вероятно, в следующем. Тем не менее, за прошедший месяц бумаги Сбербанка подскочили на 70 %, что не оставило потенциала для дальнейшего роста котировок банка.

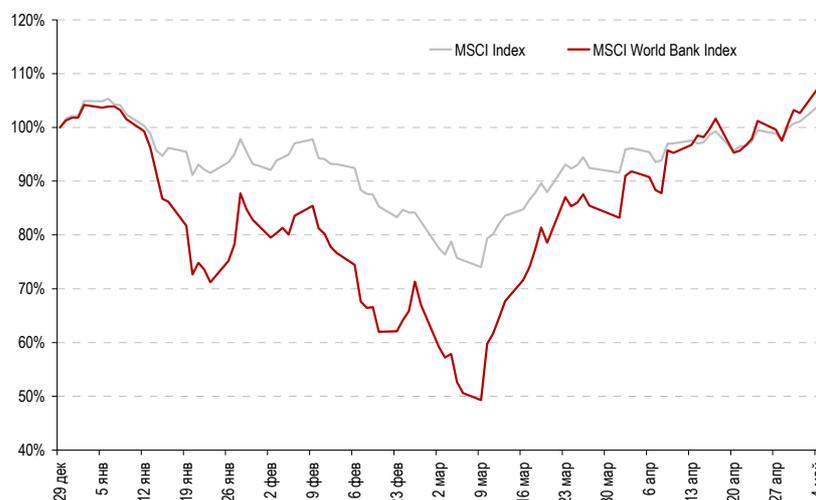
В мае мы возобновили покрытие акций банка «ВТБ». В результате проведенной оценки мы получили справедливую стоимость GDR ВТБ в размере \$ 1.91. Данный уровень не предполагает потенциала роста котировок банка, в связи с чем мы присваиваем бумагам ВТБ рекомендацию «продавать».

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	ROE, %	P/BV 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	1.63	35 124	отр	отр	1.7	1.32	-19%	продавать
ВТБ	VTBRq.L	2.81	9 447	отр	отр	0.587	1.74	-38%	продавать
Возрождение	VZRZ	22.43	533	10.8	8.4%	0.9	-		
Банк Санкт-Петербург	STBK	1.40	395	8.9	6.4%	0.6	-		
Уралсиб	USBN	0.01	1 205	14.9	3.3%	0.5	-		
Росбанк	ROSB	3.00	2 041	9.0	12.6%	1.1	-		

Основные тенденции

С начала кризиса акции финансового сектора стали лидерами падения на всех мировых рынках. Однако с первыми признаками восстановления рост котировок банков также заметно опередил среднерыночный темп роста. Так, за три весенних месяца индекс РТС вырос на 82 %. При этом акции Сбербанка, ВТБ и Возрождения подскочили на 183 %, 151 % и 179 % соответственно. Если в начале года банки выглядели самыми пострадавшими от всемирной распродажи акций, то сейчас возникают сомнения в обоснованности столь стремительного восстановления финансового сектора.

Динамика индексов MSCI с конца 2008 г.



Источник: Bloomberg

Драйвером роста акций российских банков в последние месяцы стали позитивные новости об улучшении состояния американского банковского сектора. Однако, на наш взгляд, если для американских банков худший этап уже пройден, то российские банки к серьезным проблемам пока только готовятся.

Проведенный нами пересмотр макропрогнозов привел к снижению безрисковой ставки до уровня 7.4 %. В свою очередь, это отразилось на оценке справедливой стоимости банков.

За прошедший месяц наше отношение к Сбербанку не изменилось. Мы по-прежнему считаем, что при тех темпах ухудшения ситуации в банковском секторе, которые наблюдаются сейчас, банк обладает достаточным запасом прочности и докапитализация ему не потребуется ни в

текущем году, ни, вероятно, в следующем.

Снижение безрисковой ставки привело к повышению нашей целевой цены по акциям Сбербанка с \$ 1.22 до \$ 1.32. Однако за прошедший месяц бумаги Сбербанка подскочили на 70 %, что не оставило потенциала для дальнейшего роста котировок банка. Несмотря на повышение справедливой стоимости, мы рекомендуем «продавать» акции Сбербанка.

Кроме того, мы возобновили покрытие банка «ВТБ». Мы проанализировали различные сценарии динамики уровня достаточности капитала ВТБ в зависимости от роста отчислений в резервы под обесценение кредитов и планируемой допэмиссии банка. Согласно базовому сценарию, ВТБ не потребуются создание резервов более уровня 9.4 % от кредитного портфеля. Консервативный сценарий предполагает увеличение резервов до 15 % от кредитного портфеля банка.

Полученные цифры свидетельствуют о том, что уровень отчисления в резервы в размере 15 % от кредитного портфеля является критическим для ВТБ. Однако даже при столь резком увеличении резервов банк нарушит нормативы достаточности капитала только к 2011 г. и при условии отказа от допэмиссии. Если планы ВТБ останутся в силе и в этом году банк привлечет 200 млрд руб. в капитал первого уровня, даже при росте резервов до 15 % от кредитного портфеля нормативы достаточности капитала не будут нарушены.

Таким образом, мы считаем, что серьезные проблемы у ВТБ возникнут при росте резервов под обесценение кредитов до уровня 20 %, что, исходя из текущей тенденции, является маловероятным сценарием.

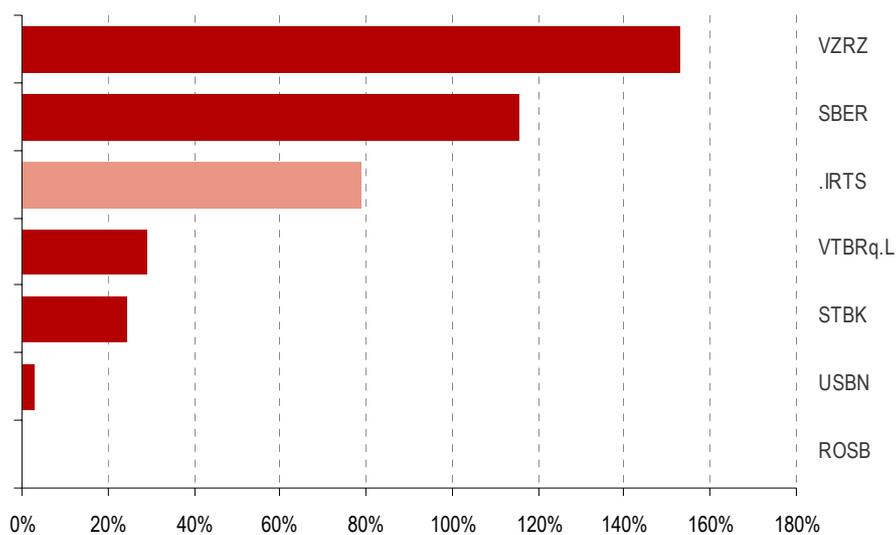
Основные предположения, заложенные в нашу модель оценки банка, отражают наше консервативное отношение к перспективам российского банковского сектора в целом. В то же время мы не рассматриваем вероятность резкого ухудшения состояния и коллапса финансового сектора России. В результате проведенной оценки мы получили справедливую стоимость GDR ВТБ в размере \$ 1.91. Данный уровень не предполагает потенциала роста котировок банка, в связи с чем мы присваиваем бумагам ВТБ рекомендацию «продавать».

Финансовые показатели компаний сектора

	Активы млн. \$			Капитал млн. \$			Чистая прибыль млн. \$				
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П		
Сбербанк	229 285	214 075	251 434	25 533	21 179	25 387	3 492	-	350	3 202	
ВТБ	125 848	111 032	132 717	13 347	16 092	18 799	212	-	1 854	-	546
Возрождение	5 356	5 547	6 229	563	609	684	82	49	81	81	
Банк Санкт-Петербург	6 165	6 758	7 838	667	709	754	59	44	49	49	
Уралсиб	19 079	20 987	24 135	2 330	2 563	2 947	107	81	93	93	
Росбанк	17 721	19 493	22 417	1 705	1 876	2 157	302	226	260	260	

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

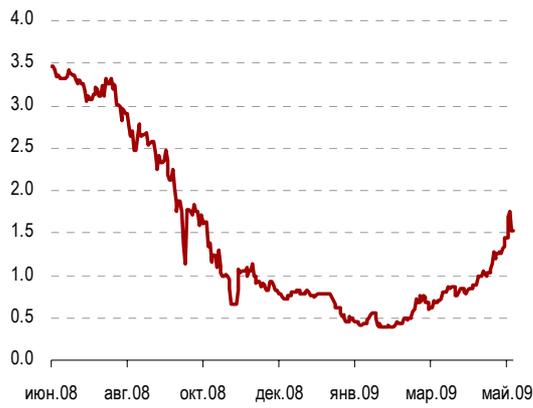
Динамика акций сектора с начала года



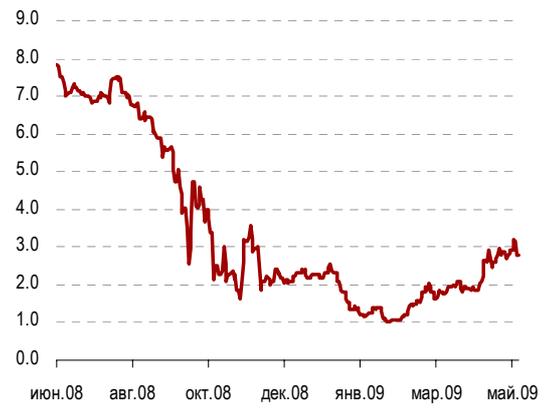
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Сбербанк



ВТБ



Возрождение



Уралсиб



Росбанк



Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova@mmbank.ru

Потребительский сектор

Спад продолжается

В мае акции потребительского сектора выглядели чуть хуже рынка.

Заметно лучше сектора и рынка смотрелись акции Седьмого Континента (+35 %) на спекуляциях о продаже сети французскому ритейлеру Carrefour, а также акции Калины (+78 %), которая продемонстрировала достойный темп роста продаж в 1-м квартале. Интерес также наблюдался в бумагах Разгуляя (+78 %) на фоне роста цен на сахар и зерно на мировых рынках.

Из значимых корпоративных событий прошедшего месяца стоит отметить публикацию финансовых результатов Дикси и Аптечной сети за 2008 год, а также Балтики и Калины за 1-й квартал 2009 г.

В целом, ситуация с потребительским спросом в России продолжает ухудшаться. В апреле, по данным Росстата, сокращение оборота розничной торговли достигло 5 % против 4 % в марте.

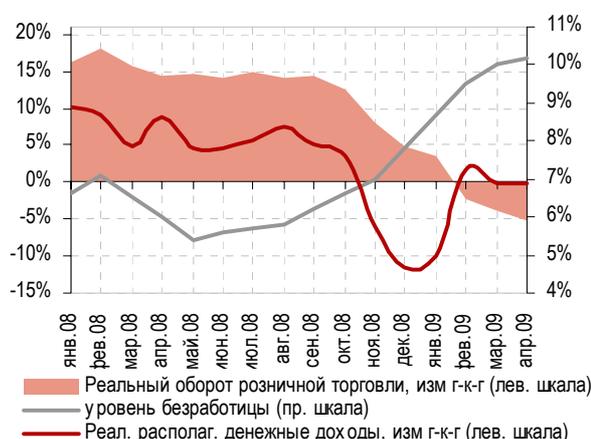
		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
X5	PJPq.L	16.26	4 416	15.6	0.7	8.4	33.79	108%	покупать
Магнит	MGNT	38.50	3 205	13.9	0.6	7.5	59.35	54%	покупать
Седьмой Континент	SCON	10.70	803	23.9	0.8	8.7	10.51	-2%	продавать
Дикси	DIXY	4.10	353	35.7	0.3	6.1	11.66	184%	покупать
Росинтер	ROST	7.50	90	9.0	0.6	6.9	12.25	63%	покупать
М-Видео	MVID	2.27	408	14.6	0.2	4.9	4.55	101%	покупать
Балтика	PKBA	23.75	3 603	6.1	1.3	4.0	44.83	89%	покупать
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	54.58	2 402	22.1	1.2	9.1	37.74	-31%	продавать
Калина	KLNA	15.00	146	6.3	0.6	5.3	20.95	40%	покупать
Фармстандарт	PHSTq.L	14.50	2 192	14.1	4.2	9.7	17.57	21%	держат
Верофарм	VRPH	25.00	250	8.7	1.8	6.3	31.11	24%	держат
Аптеки 36.6	APTK	10.20	97	2.3	0.3	9.6	3.22	-68%	продавать
Разгуляй	GRAZ	1.50	237	4.4	1.0	6.5	1.53	2%	держат

Основные тенденции

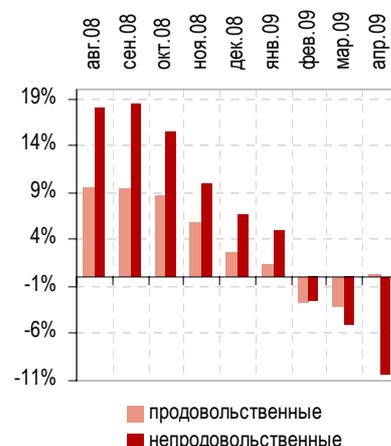
Согласно последней оперативной статистике Росстата, в апреле оборот розничной торговли продолжил снижение – в реальном выражении сокращение достигло 5.3 % против 4 % в марте. Снижение продаж в секторе в апреле сопровождалось увеличением уровня безработицы до 10.2 %.

Как мы и ожидали, наибольшее снижение спроса в апреле произошло в секторе непродовольственных товаров (в 1-м квартале спрос был искусственно завышен из-за того, что население торопилось купить товары по старым ценам, не отражающим эффекта девальвации).

Оборот розничной торговли, уровень безработицы и реальные денежные доходы



Розничная торговля в разбивке по видам товаров (в реальном выражении)



Источник: Росстат

Статистика Росстата за апрель подтверждается данными розничных сетей. Так, на конференц-колле в конце мая менеджмент **X5** отметил, что негативные тренды в поведении потребителей во 2-м квартале усилились, что сказалось на увеличении оттока покупателей из супермаркетов и гипермаркетов. Однако в магазинах эконом-класса «Пятерочка» темп роста трафика, напротив, ускорился по сравнению с 1-м кварталом. Во 2-м квартале мы также ожидаем, что сети продолжат снижать цены на товары для увеличения количества покупателей. Так, **Седьмой Континент** в конце марта начал промо-акции в своих магазинах и уже в апреле зафиксировал значительное улучшение трафика. Менеджмент **Дикси** также заявил, что собирается инвестировать 50 б. п. валовой маржи в цены, что должно повысить количество покупателей, значительно снизившиеся в 1-м квартале из-за проблем с логистикой.

Снижение потребительского спроса сказалось и на результатах **Балтики** за 1-й квартал текущего года: объемы продаж упали на 5 % на фоне снижения рынка пива на 7 %. Однако компании удалось улучшить рентабельность, что обусловлено снижением цен на ячмень.

Динамика продаж **Калины** в 1-м квартале, напротив, выглядит очень достойно (+19 %) на фоне стагнирующего рынка. Более того, на конференц-колле менеджмент компании подтвердил, что в связи с кризисом смещение спроса в сторону более дешевых брендов косметики действительно наблюдается. В 2009 г. компания планирует повысить среднюю цену реализации на 15 %, чтобы сократить отставание от основных конкурентов, которые повысили цены из-за девальвации. Напомним, что в ближайшем будущем менеджмент Калины представит свой прогноз на 2009 год, после чего мы внесем необходимые коррективы в нашу модель.

В мае цены на сахар и зерно выросли на 10 и 20 % соответственно на ожиданиях сокращения производства этих культур. Прогнозируется, что запасы сахара в 2009-2010 гг. снизятся до минимального уровня за последние 12 лет.

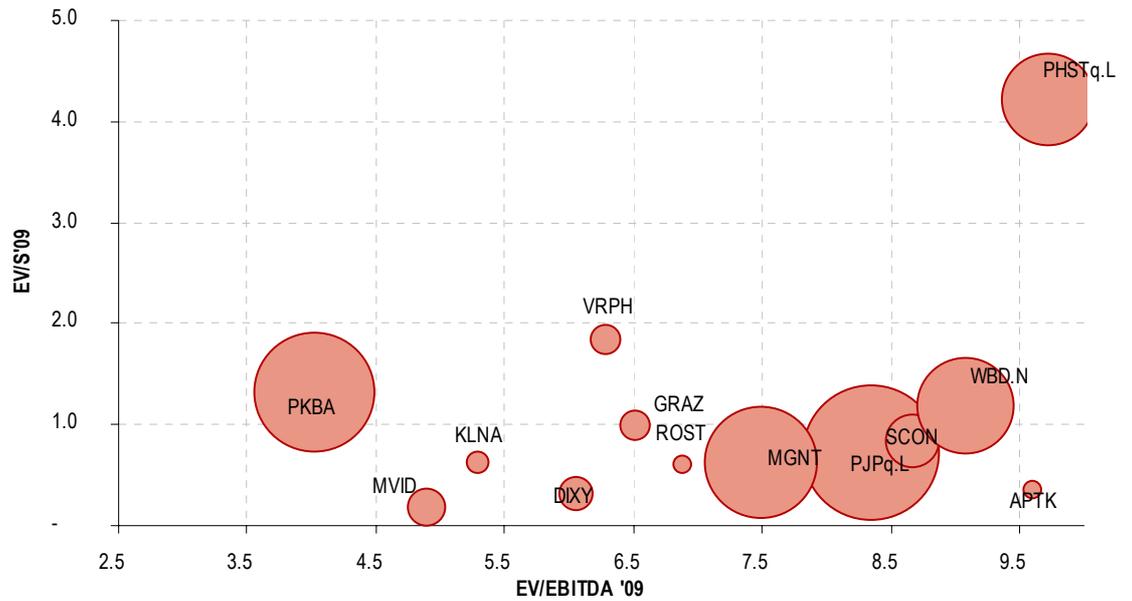
В данной стратегии мы пересчитали наши целевые уровни исходя из 3 макросценариев.

		Целевые уровни, \$			Рекомендации		
		Пессимист.	Базовый	Оптимист.	Пессимист.	Базовый	Оптимист.
X5	FIVE	29.5	33.8	36.2	покупать	покупать	покупать
Магнит	MGNT	54.4	59.4	63.4	покупать	покупать	покупать
Седьмой Континент	SCON	9.5	10.5	11.1	продавать	продавать	держать
Дикси	DIXY	11.0	11.7	12.5	покупать	покупать	покупать
Росинтер	ROST	5.6	12.3	13.1	продавать	покупать	покупать
М-Видео	MVID	3.8	4.6	5.1	покупать	покупать	покупать
Балтика	PKBA	34.8	44.8	50.0	покупать	покупать	покупать
Вимм-Билль-Данн	WBD	34.3	37.7	42.0	продавать	продавать	продавать
Калина	KLNA	16.1	21.0	24.5	держать	покупать	покупать
Аптеки 36.6	APTK	2.9	3.2	4.0	продавать	продавать	продавать
Верофарм	VRPH	24.7	31.1	35.3	держать	покупать	покупать
Фармстандарт	PHST	13.7	17.6	20.3	продавать	держать	держать
Разгуляй	GRAZ	0.1	1.5	1.9	продавать	держать	покупать

Ключевые рекомендации

Мы рекомендуем присмотреться к акциям **X5**, **Магнита** и **Дикси**. Благодаря структуре форматов этих сетей мы не ожидаем существенного снижения продаж в магазинах в 2009 г. Пересмотр договоров аренды и улучшение операционной эффективности могут привести к росту рентабельности в 2009 г. Мы ожидаем, что проблемы с логистикой у Дикси будут решены до конца 1-го полугодия текущего года, а кампания по снижению цен поможет восстановить трафик в магазинах.

Оценка компаний сектора



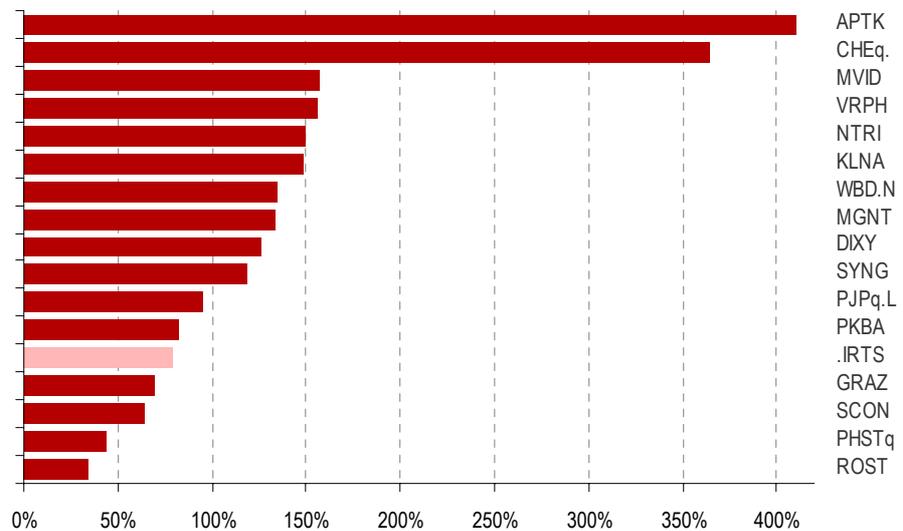
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Х5	8 353	8 685	12 288	768	742	1 042	119	283	391
Магнит	5 348	5 580	8 445	402	458	700	188	231	391
Седьмой Континент	1 588	1 358	1 809	155	129	161	57	34	49
Дикси	1 943	1 873	2 736	109	98	172	13	10	49
Росинтер	343	352	470	20	31	42	8	10	2
М-Видео	2 917	2 653	3 670	144	90	155	52	28	69
Балтика	3 718	2 891	3 443	1 088	945	1 120	624	595	729
Вимм-Билль-Данн	2 824	2 342	2 938	361	305	387	305	109	176
Калина	484	431	531	53	50	62	9	23	33
Фармстандарт	576	539	690	243	233	298	141	156	203
Верофарм	173	150	197	52	44	59	37	29	40
Аптеки 36.6	1 051	650	724	33	23	18	56	42	20
Разгуляй	1 289	1 179	1 457	80	178	260	5	53	82

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

X5



Седьмой Континент



Магнит



Дикси



Аптечная сеть 36.6



Росинтер



М.Видео



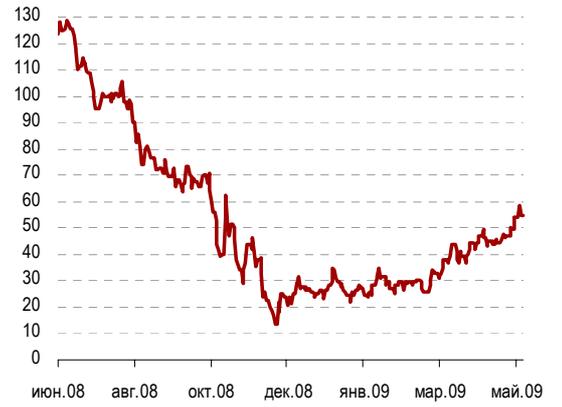
Синергия



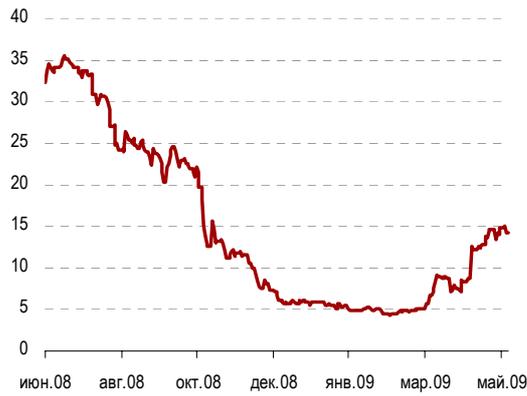
Балтика



Вимм-Билль-Данн



Калина



Разгуляй



Верофарм



Фармстандарт



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Машиностроение

Улучшений нет

Несмотря на некоторое оживление мирового авторынка, российский рынок продолжает лихорадить. Данные по производству, которые сейчас являются опережающим индикатором, свидетельствуют о том, что ожидания автопроизводителей также ухудшаются, возвращаясь к уровням начала года.

Тем не менее, несмотря на явное ухудшение ситуации, акции автомобилестроительных компаний в мае выглядели вполне уверенно. Мы полагаем, что данная ситуация во многом связана с последними действиями Правительства и российских компаний, направленными на увеличение технологического уровня отечественного автомобилестроения.

Из всех компаний сектора мы можем выделить лишь акции Sollers, которые наиболее недооценены рынком. Мы оцениваем потенциал этих бумаг в 80 %, полагая, что столь существенный дисконт объясняется не только общеотраслевыми рисками сокращения рынка, но и специфическим риском сборочного предприятия, связанным с ростом стоимости импортируемых машинокомплектов из-за обесценения рубля. Однако с учетом сокращения девальвационных ожиданий и возвращения рубля на траекторию укрепления специфический дисконт может быть отыгран.

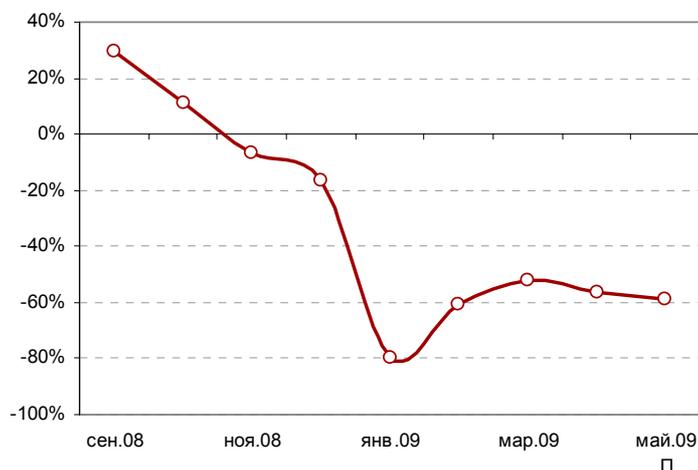
		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
АвтоВАЗ	AVAZ	0.60	833	44.8	0.3	3.2	0.45	-25%	продавать
ГАЗ	GAZA	23.70	439	- 1.0	0.6	39.1	-		
Sollers	SVAV	9.50	326	13.2	0.5	4.8	17.0	79%	покупать
КАМАЗ	KMAZ	1.43	1 008	11.4	0.3	4.2	1.6	14%	держать
Силовые машины	SILM	0.09	740	3.4	0.3	1.4	0.11	29%	держать

Основные тенденции

Динамика последних месяцев четко отражает позитивный разворот тренда на мировом рынке новых автомобилей. Впрочем, отметим, что во многом позитивные тенденции на крупнейших рынках определяются искусственным стимулированием спроса со стороны правительств крупнейших стран. В этой связи имевшее место в марте-мае улучшение на автомобильном рынке без стабилизации мировой экономики может оказаться непродолжительным. В отличие от мировых рынков, российский рынок автомобилей продолжает лихорадить, а динамика последних месяцев, напротив, свидетельствует об ухудшении ситуации.

Об отсутствии признаков улучшения ситуации косвенно свидетельствуют и продолжающееся сокращение производства легковых автомобилей, и пересмотр прогнозов. Напомним, что по итогам апреля объем производства новых автомобилей в России относительно аналогичного периода прошлого года сократился на 56 %. Схожая ситуация ожидается и в мае. Данные по производству, которые сейчас являются опережающим индикатором, свидетельствуют о том, что ожидания автопроизводителей также ухудшаются, возвращаясь к уровням начала года.

Динамика производства легковых автомобилей %, г-к-г



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Тем не менее, несмотря на явное ухудшение ситуации, акции автомобилестроительных компаний в мае выглядели вполне уверенно. Мы полагаем, что данная ситуация во многом связана с последними действиями Правительства и российских компаний, направленными на увеличение технологического уровня отечественного автомобилестроения. В качестве примера можно привести совместную покупку немецкого автопроизводителя Opel Сбербанком и Магпа, что поможет загрузить пустующие мощности Группы ГАЗ и, возможно, других внутренних автопроизводителей, при этом рост сборки иностранных автомобилей внутри России благоприятно скажется на создании компонентных производств.

Ключевые рекомендации сектора

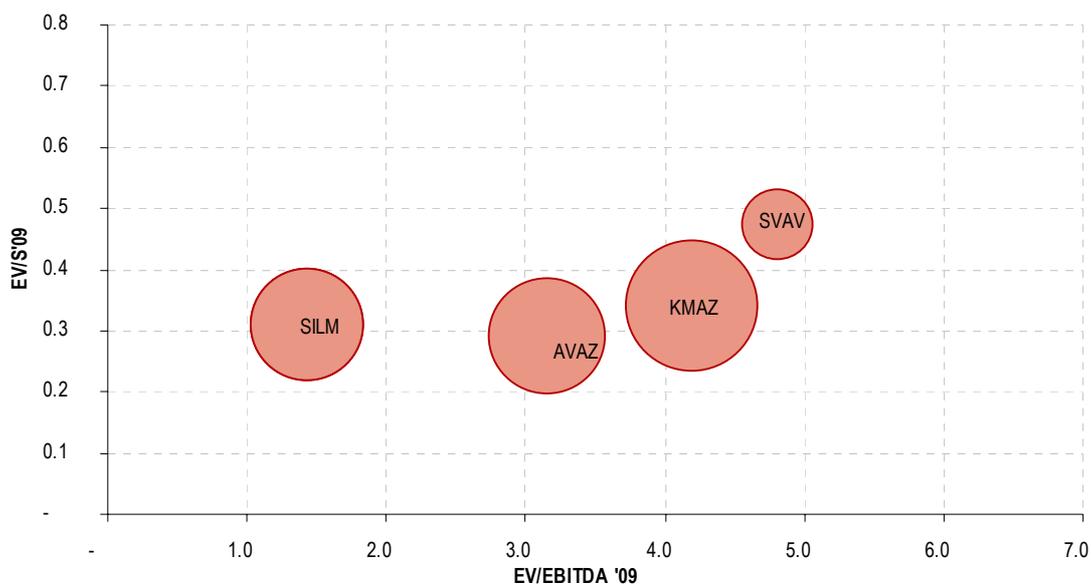
В данной стратегии мы изменили уровни справедливых цен и рекомендаций по акциям машиностроительных компаний, что связано с пересмотром макроэкономических прогнозов и уровня российского риска. Кроме того, в модели оценки АвтоВАЗа мы учли антикризисные планы менеджмента компании по сокращению издержек.

Целевые уровни и рекомендации по акциям машиностроительных компаний

Компания	Тиккер	Целевые уровни, \$				Рекомендация		
		Пессимистический	Базовый	Оптимистический	Предыдущий	Пессимистический	Базовый	Оптимистический
Силовые машины	SILM	0.10	0.11	0.11	0.09	держать	покупать	покупать
АвтоВАЗ	AVAZ	0.4	0.5	0.5	0.3	продавать	продавать	продавать
Sollers	SVAV	15.900	17.000	18.200	13.300	покупать	покупать	покупать
КАМАЗ	KMAZ	1.550	1.630	1.730	1.600	держать	держать	покупать

После проведенного пересмотра мы можем лишь выделить акции Sollers, которые наиболее недооценены рынком. Мы оцениваем потенциал этих бумаг в 80 %, полагая, что столь существенный дисконт объясняется не только общеотраслевыми рисками сокращения рынка, но и специфическим риском сборочного предприятия, связанным с ростом стоимости импортируемых машинокомплектов ввиду обесценения рубля. Однако с учетом сокращения девальвационных ожиданий и возвращения рубля на траекторию укрепления специфический дисконт может быть отыгран.

Оценка компаний сектора



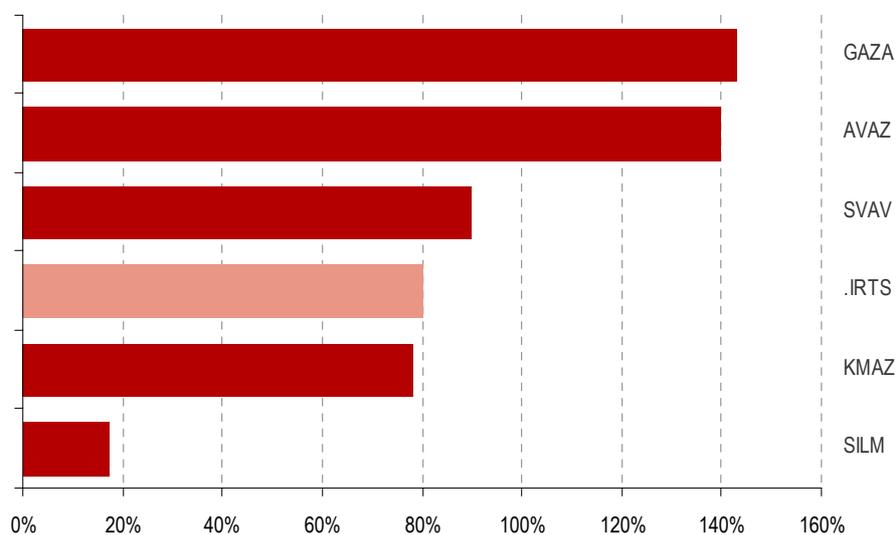
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$			
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	
АвтоВАЗ	7 356	5 717	5 846	264	526	562	-	178	19	19
ГАЗ	6 471	2 457	3 797	314	40	160	-	180	-	449
Sollers	2 626	1 677	2 109	314	164	203	129	25	53	
КАМАЗ	4 833	3 831	4 430	278	310	382	81	88	134	
Силовые машины	1 312	1 760	1 599	88	381	299	86	221	148	

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

АвтоВАЗ



ГАЗ



Sollers



КАМАЗ



Силовые машины



Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Продовольствие дорожает, очередь за удобрениями

Рост цен на продовольствие, которые фактически определяют готовность фермеров платить высокие цены за удобрения, в последние недели возобновился с новой силой. Наше отношение к сектору на этом фоне существенно улучшается – мы ожидаем, что российские производители калийных удобрений теперь имеют все шансы для увеличения выпуска уже в ближайшее время.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Уралкалий	URKA	3.85	8 179	16.5	6.4	10.5	5.02	30%	покупать
Сильвинит	SILV	468	3 659	6.7	4.5	6.6	934	100%	покупать
Акрон	AKRN	29.0	1 383	18.2	1.9	7.6	20.85	-28%	продавать
Апатит	APAT	220	1 372	5.5	1.9	3.7	487	121%	покупать
Аммофос	AMMO	53.5	483	26.4	0.1	0.7	83	55%	покупать

Основные тенденции

Сельскохозяйственные товары наряду с нефтью становятся одной из наиболее «горячих» фишек на товарных рынках. Помимо общих инфляционных опасений и дешевых краткосрочных денег, толкающих вверх цены на биржевые товары по всему миру, в случае сельскохозяйственных товаров существуют еще и опасения относительно возможного сокращения предложения: в последние полгода фермеры в условиях высокой неопределенности на товарных рынках крайне неохотно шли на закупки удобрений и сокращали посевные площади, что может напрямую отразиться на урожае 2009 г.

Цены на основные виды сельхозпродукции, \$/бушель



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В любом случае рост цен на продовольствие существенно улучшает переговорные позиции российских производителей калийных удобрений по заключению годовых контрактов с Китаем и Индией: переговоры теперь могут завершиться быстрее (вероятно, уже в июне), а ценовые уступки производителей – быть меньше. Кроме того, рост цен на продовольствие, как показывает практика 2008 г., вполне может сопровождаться столь же взрывным ростом цен на все виды удобрений.

Пересмотр рекомендаций

Мы пересмотрели свои рекомендации по акциям компаний сектора, заложив в них более оптимистичные предпосылки относительно уровня цен на минеральные удобрения на ближайшие годы и снижение безрисковой процентной ставки. Мы по-прежнему видим неплохой потенциал роста у бумаг производителей калийных удобрений Уралкалия и Сильвинита, в то

время как перспективы акций другой ликвидной компании сектора – Акрона – представляются нам радужными лишь в случае реализации оптимистического сценария роста цен на товарных рынках.

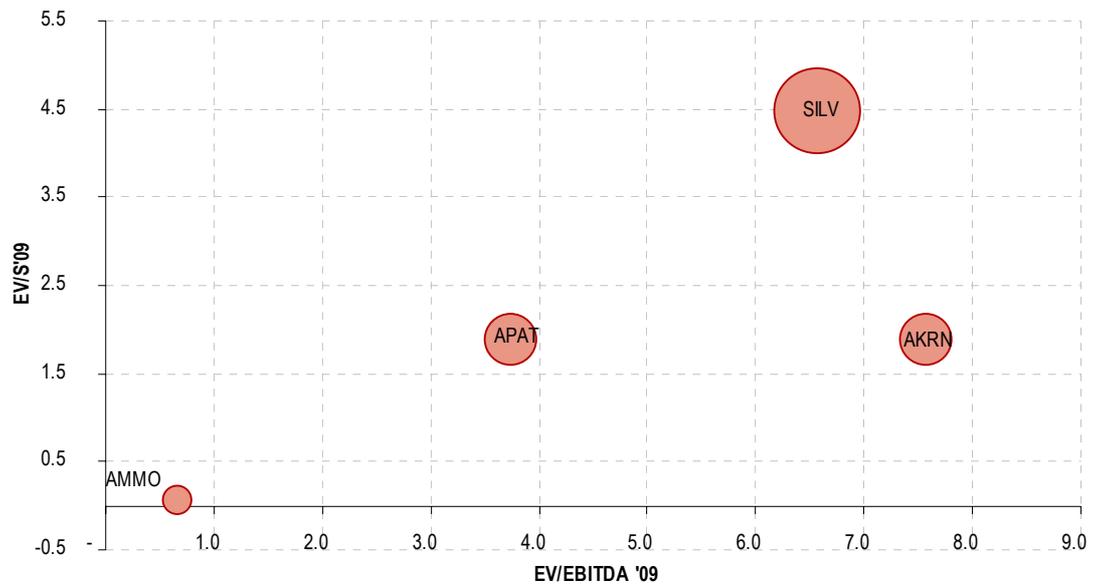
Компания	Тиккер	Целевые уровни, \$				Рекомендация		
		Пессимистический	Базовый	Оптимистический	Предыдущий	Пессимистический	Базовый	Оптимистический
Уралкалий	URKA	3.54	5.02	8.2	3.62	продавать	покупать	покупать
Сильвинит	SILV	528	934	1283	768	держать	покупать	покупать
Акрон	AKRN	18.9	20.8	54.2	14.94	продавать	продавать	покупать
Апатит	APAT	293	487	548	239	покупать	покупать	покупать
Аммофос	AMMO	97.5	83.0	111.9	96.1	покупать	покупать	покупать

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Рекомендации

Нашими ключевыми рекомендациями в секторе остаются бумаги **Уралкалия** и **Сильвинита**, катализатором увеличения котировок которых может стать долгожданное подписание нового годового контракта с кем-либо из ключевых потребителей, которое может иметь место уже в самое ближайшее время.

Оценка компаний сектора



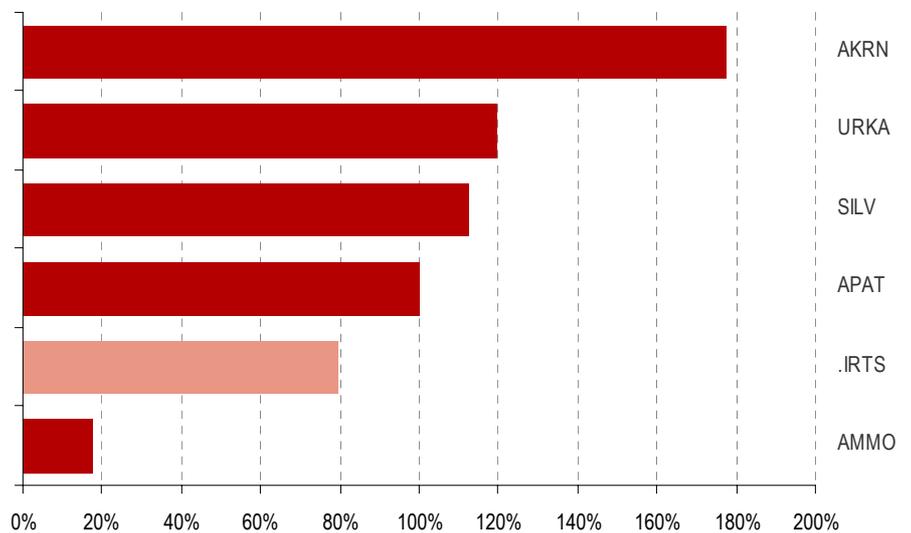
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕВITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Уралкалий	2 509	1 262	2 136	1 649	776	1 412	858	495	977
Сильвинит	2 121	1 122	1 731	1 574	762	1 311	1 158	545	973
Акрон	1 724	1 192	1 468	698	297	402	373	76	163
Апатит	1 099	778	1 019	520	392	546	345	248	365
Аммофос	1 705	536	704	858	48	116	634	18	72

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

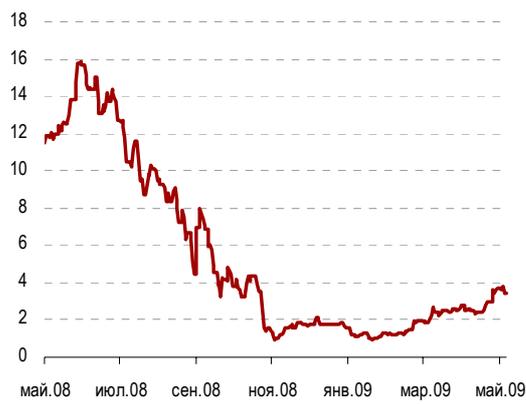
Динамика акций сектора с начала года



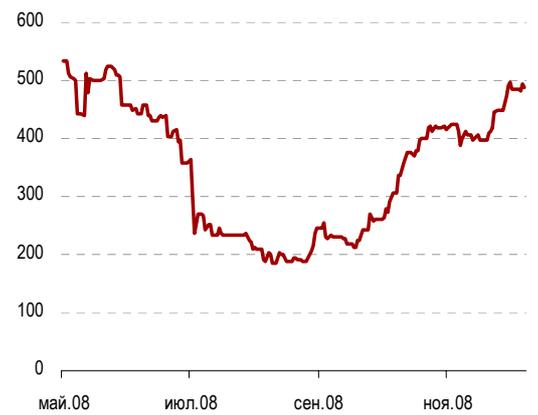
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Уралкалий



Сильвинит



Акрон



Аммофос



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Транспорт

Рост цен на нефть, пока не опасен

В отличие от многих секторов экономики РФ, для российских авиакомпаний возобновление роста цен на нефть не является позитивным фактором. Наметившаяся в марте тенденция роста цен на нефть уже привела к удорожанию авиационного топлива на 40%. Применительно к Аэрофлоту данный риск пока не является существенным: в мае компания опубликовала отчетность за 1-й квартал 2009 г. по РСБУ, которая отразила значительный запас прочности российского лидера авиаиндустрии.

В данной стратегии мы изменили уровни справедливых цен и рекомендации по акциям компаний сектора. В соответствии с нашими новыми прогнозами, акции транспортных компаний в настоящее время в достаточной степени оценены рынком, на фоне чего мы выставляем рекомендацию «держать» по бумагам Аэрофлота и НМТП.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 09	EV/S 09	EV/EBITDA 09	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Аэрофлот	AFLT	1.17	1 299	7.8	0.5	4.8	1.4	22%	держать
Сибирь	avsi	232.50	24	4.2	0.4	19.2	-		
Ютэйр	TMAT	0.21	118	49.8	0.5	19.9	-		
НМТП	NCSPq.L	9.75	2 504	17.9	4.3	9.6	10.1	4%	держать

Основные тенденции

В отличие от многих секторов российской экономики, для российских авиакомпаний возобновление роста цен на нефть не является позитивным фактором. Наметившаяся в марте тенденция роста цен на нефть уже привела к удорожанию авиационного топлива на 40%, расходы на приобретение которого образуют самую значительную часть себестоимости авиакомпаний.

Динамика цен на авиационное топливо, \$/тонна



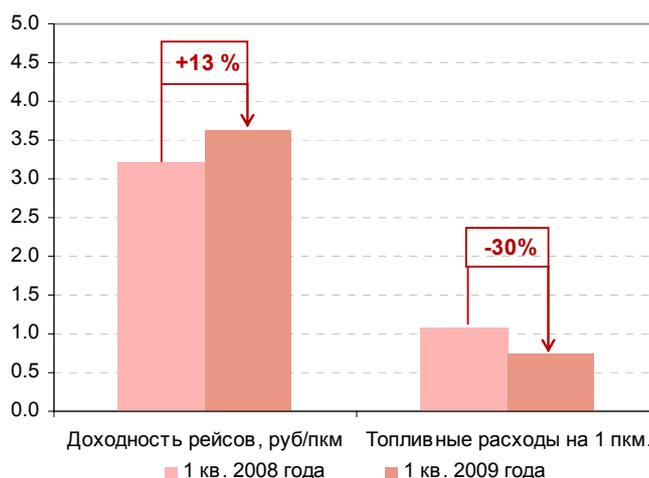
Источник: Bloomberg

Несмотря на то что, в отличие от иностранных аналогов, за счет огромного и закрытого внутреннего рынка авиаперевозок рост цен на нефть оказывает повышательное воздействие как на доходы, так и на расходы российских компаний, в условиях кризиса рост доходов будет происходить с серьезным запозданием. Впрочем, применительно к Аэрофлоту данный риск пока не является существенным.

В мае компания опубликовала отчетность за 1-й квартал по РСБУ, которая отразила существенный запас прочности российского лидера авиаиндустрии. В соответствии с представленным отчетом, в 1-м квартале 2009 г. относительно аналогичного периода 2008 г. доходность рейсов Аэрофлота увеличилась на 13%, при том что удельные затраты топлива сократились на 30%, а их соотношение выросло с 3 до 4.9. На этом фоне мы полагаем, что Аэрофлот имеет достаточный запас прочности при сохранении повышательного тренда на

рынке нефти. Скорее даже, рост цен на нефть повысит конкурентоспособность компании на внутренних направлениях.

Динамика удельных показателей Аэрофлота



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

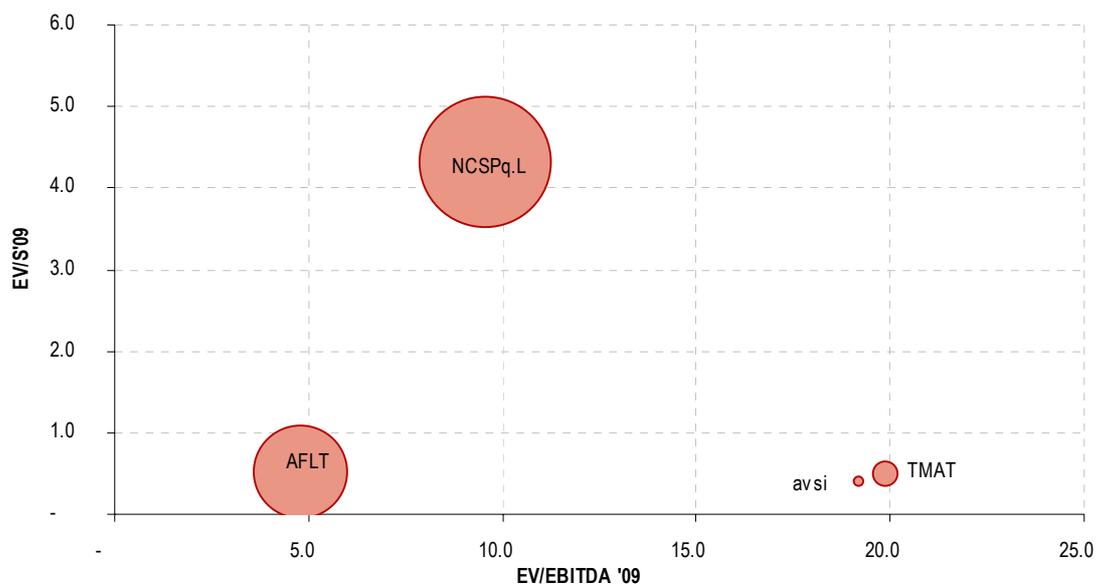
Ключевые рекомендации сектора

В данной стратегии мы изменили уровни справедливых цен и рекомендации по акциям транспортных компаний, что связано с пересмотром макроэкономических прогнозов и уровня российского риска. В соответствии с нашими новыми прогнозами, акции транспортных компаний в настоящее время в достаточной степени оценены рынком, на фоне чего мы выставляем рекомендацию «держать» по бумагам Аэрофлота и НМТП.

Целевые уровни и рекомендации по акциям

Компания	Тиккер	Целевые уровни, \$			Предыдущий	Рекомендация	Рекомендация	
		Пессимистический	Базовый	Оптимистический			Базовый	Оптимистический
Аэрофлот	AFLT	1.26	1.43	1.63	1.60	держать	держать	покупать
НМТП	NCSPq.L	9.4	10.1	10.8	10.0	продавать	держать	держать

Оценка компаний сектора



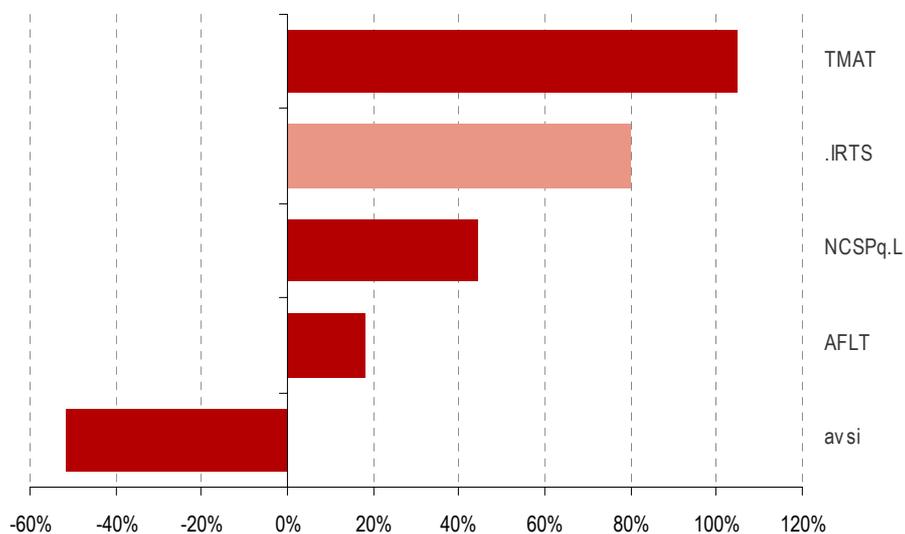
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕВITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П	2008 П	2009 П	2010 П
Аэрофлот	4 915	4 496	4 940	332	482	495	71	167	160
Сибирь	1 486	1 070	1 230	30	21	49	2	6	17
Ютэйр	990	792	911	35	20	46	3	2	9
НМТП	654	667	774	376	300	374	96	140	200

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Аэрофлот



ЮТэйр



НМТП



Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru
Управление рынка акций
Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru
Телекоммуникации, Банки

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru
ТЭК

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Зенкова Елена

Zenkova_EA@mmbank.ru
Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru
Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru
Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru
Управление долговых рынков

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

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

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

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