

Скорее вверх, чем вниз

- Ситуация в мировой экономике продолжает ухудшаться, однако мы по-прежнему рассматриваем нынешнюю паузу в экономическом росте как временную. Мы ожидаем, что уже в ближайшие месяцы мировая экономика получит новый импульс к росту, который будет связан с активизацией восстановления Японии и ослаблением долгового кризиса в Европе. Оптимизма инвесторам может добавить и положительное решение Конгресса по проблеме госдолга США.
- В июньской стратегии мы отмечали, что *«российские индексы прошли свою низшую точку коррекции в мае, и нынешние цены акций представляют крайне удачный момент для покупок»*. За прошедший месяц, в течение которого основные индексы поднялись на 4-5 %, наше отношение к рынку принципиально не изменилось. Мы по-прежнему видим рынок скорее вверх чем вниз, рекомендуя покупать акции российских эмитентов.
- Из ключевых событий последнего месяца отметим, что попытка МЭА сбить цены на нефть, реализовав часть «черного золота» из запасов, очевидно, не была успешной: котировки нефти вновь уверенно идут вверх, что должно оказать поддержку российскому рынку акций в целом.
- В самом нефтегазовом секторе, нам нравятся бумаги Газпрома, ЛУКОЙЛа и Башнефти, однако мы считаем, что улучшение ситуации на мировых рынках и рост цен на commodities может способствовать возвращению спроса и в другие сектора, показывающие не лучшую динамику с начала года. Прежде всего, это касается металлургии, где рыночная ситуация, на наш взгляд, вполне благоприятствует покупкам, и электроэнергетики, где худшие опасения инвесторов по поводу чрезмерных ограничений роста тарифов в ближайшие годы, похоже, не оправдываются.
- Кроме того, мы также обращаем внимание на возможности, которые представляются в связи с выполнением поручения Президента РФ по снятию ограничений на обращение российских бумаг за рубежом -- многие из локальных акций по-прежнему торгуются с дисконтом в несколько процентов к котировкам своих более ликвидных ADR/GDR.
- Наш target по индексу РТС на конец года остается на отметке 2100 пунктов. Наши top-picks: UC RUSAL, Башнефть, Мечел, X5, Vimpelcom Ltd, ОГК-4, ММК, Распадская, Холдинг МРСК, ОГК-5.

Содержание

Стратегия – июль 2011	3
Скорее вверх, чем вниз	
Экономика.....	5
Проблемы улучшения ситуации	
Рынок акций.....	13
Рост возобновился	
Нефть и газ	20
Летний штиль продолжается	
Металлургия.....	24
Начало лета вселяет оптимизм!	
Электроэнергетика	27
Новый сценарий роста цен на электроэнергию	
Банковский сектор	31
Пора ускоряться	
Акции прочих секторов	36
Контактная информация.....	39

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Стратегия – июль 2011

Скорее вверх, чем вниз

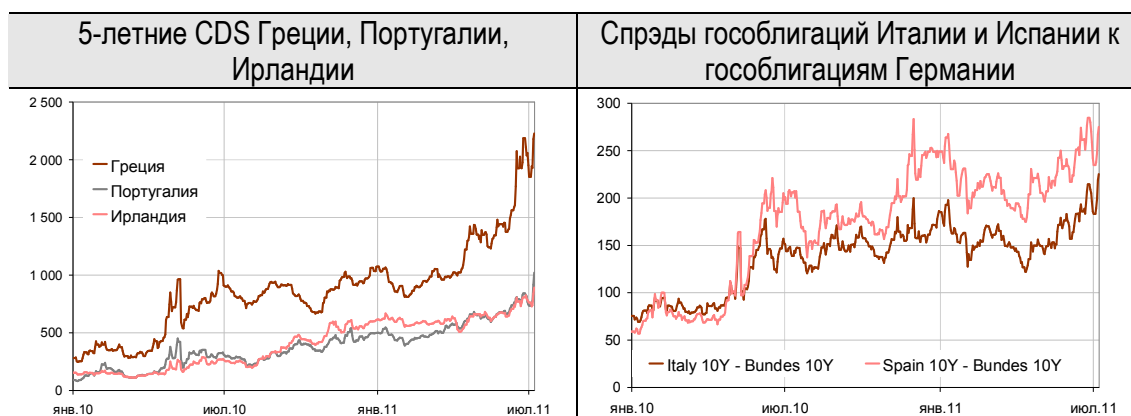
Европейские долги остаются под давлением

Грецию в очередной раз «спасли», но кризис на этом не завершился. Текущие значения 5-летних CDS Португалии и Ирландии находятся на максимуме, составляя 970 и 850 пунктов соответственно. Примерно на этих же уровнях колебались год назад греческие CDS во время первой волны европейского долгового кризиса. Сейчас же за страховку от греческого дефолта платят уже 21.5 % от номинальной стоимости долга. На исторических максимумах находятся и спреды итальянских и испанских гособлигаций к немецким Bundes. Европейские долговые рынки остаются под давлением, и усилия европейских властей не могут пока вернуть доверие инвесторов к периферийным странам Европы. Судя по динамике рынков, инвесторы ждут, что уже в самое ближайшее время пакеты помощи, аналогичные греческому, потребуются Португалии, а чуть позже – Ирландии. Так что угроза финансовой стабильности с этой стороны сохраняется, и новости из Европы, скорее всего, дадут ещё не один повод для коррекции в этом году.

Мы считаем, что, сказав «А», европейские власти просто обязаны будут сказать и «Б» - раз уж приняли решение продлить агонию Греции, то будут спасать и Португалию с Ирландией. Мы рекомендуем не поддаваться эмоциям, и при появлении негатива из Европы, пользоваться коррекциями для покупок.

Другой ключевой риск на ближайший месяц – дебаты вокруг госдолга США. Здесь, как и с Грецией, все уверены, что «спасут», но в то же время никто не исключает сюрпризов. Наши рекомендации аналогичны вышесказанному – в случае коррекционных движения, смело выкупать – в дефолт США по госдолгу мы не верим.

Долговой кризис в Европе продолжается



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Состояние мировой экономики не дает поводов для оптимизма

Завершившийся второй квартал характеризовался достаточно резким ухудшением мировой экономической конъюнктуры. Индекс *Global manufacturing&services PMI*, характеризующий динамику мирового промышленного выпуска и объема оказанных услуг в сервисном секторе, снизился по итогам квартала до 52.3 (среднее значение за квартал) по сравнению с 57.3 в первом квартале. Падение данного индикатора можно назвать обвальным, хотя, важно отметить, что сам индекс пока что остается выше 50 пунктов. Это можно интерпретировать таким образом – мировая экономика продолжает расти, но замедление роста, с которым она столкнулась во втором квартале, оказалось самым существенным с момента окончания кризиса. Не оставляет сомнений, что нынешнее охлаждение деловой активности в мире оказалось более существенным, чем в прошлом году, когда рынки были напуганы долговым кризисом в Европе. Сейчас же помимо европейских проблем мировой экономический рост сдерживают высокие цены на энергоносители, ограничивающая политика китайских властей и, конечно же, последствия разрушительной катастрофы в Японии.

В настоящий момент мы не видим положительных сигналов на макроуровне. Более того, выходящая статистика за редкими исключениями свидетельствует, скорее, об ухудшении

мировой экономической конъюнктуры. Однако рынки игнорируют это обстоятельство, и вторую неделю подряд демонстрируют уверенный подъем. Нам эта ситуация напоминает осень 2010 года. Тогда сигналом к ралли послужило решение ФРС о запуске QE2. Сейчас же, похоже, рынки не стали дожидаться подобных сигналов, полагая, что если экономика продолжит топтаться на месте, новые стимулирующие программы от ФРС не заставят себя ждать.

В прошлом году те, кто ждали подтверждающих сигналов улучшения экономической ситуации, прежде чем начать покупать акции, упустили как минимум треть роста (позитивная статистика появилась лишь в октябре-ноябре). Не повторится ли подобная история и сейчас? Может повториться! Нынешняя экономическая пауза, скорее всего, как и в прошлом году, носит временный характер. Восстановление японской экономики, которое, как ожидается, активизируется осенью, должно придать новый импульс мировому экономическому росту.

Наша рекомендация – не дожидаться подтверждающих сигналов. Если Вы находите в длинных позициях – сохраняйте их. Если Вы ещё не в рынке, то используйте ближайшую коррекцию для покупок.

Впрочем, если Вы всё-таки хотите быть более уверенным, что нынешний эпизод, связанный с замедлением экономического роста, завершается, смотрите внимательней на сигналы с американского рынка труда. В прошлом году еженедельный индикатор initial jobless claims (первичные обращения за пособиями по безработице) дал, пожалуй, самый ранний сигнал о новой волне ускорения американской экономики.



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Экономика

Кирилл Тремасов.
Tremasov_KV@mmbank.ru

Проблемски улучшения ситуации

Экономическая ситуация в России в последние пару месяцев несколько улучшилась – активизировалась инвестиционная деятельность, зафиксирован приток капитала, замедлилась инфляция, увеличился потребительский спрос. Во второе полугодие мы вступаем на волне умеренного оптимизма, и имеем все шансы преодолеть по году 4-процентную планку роста ВВП.

Последние тенденции

Второй квартал оказался не самым плохим для российской экономики. Принципиальное отличие от начала года – активизация инвестиционной деятельности (первый квартал с точки зрения инвестиционной активности был провальным). Данные за июнь пока не опубликованы, однако, судя по притоку капитала, рост инвестиций должен был продолжиться и в этом месяце (если опираться на данные ЦБ, то в июне чистый приток составил \$ 2.9 млрд., причем положительная динамика была зафиксирована впервые с лета прошлого года).

Динамика инвестиций

Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Рост инвестиций носит отчасти технический характер (восстановление с низкой базы первого квартала), но отчасти обусловлен и макроэкономической средой – позитивные ожидания, связанные с высокими ценами на нефть и металлы, замедление инфляции, низкие процентные ставки. Про низкие ставки стоит сказать отдельно, т.к. это, пожалуй, один из приятных сюрпризов второго квартала. В начале года большинство экспертов полагало, что ужесточение кредитно-денежной политики со стороны Центробанка и заметная активизация Минфина на рынке внутренних заимствований должны будут привести к некоторому повышению общего уровня процентных ставок в экономике. Однако по факту, действия Центробанка по повышению базовых ставок привели лишь к тому, что кривая доходности приобрела более пологий вид, в то время как на длинном конце кривой ставки скорее даже снизились.

Процентные ставки в экономике



Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

Замедление инфляции поддержало и внутренний потребительский спрос. По нашим оценкам, потребительская активность, стагнировавшая на протяжении трех кварталов, весной начала потихоньку увеличиваться, и к настоящему моменту уже превысила докризисные уровни.



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Так что во второе полугодие экономика вступает на волне умеренного оптимизма. Если ситуация в мире во втором полугодии улучшится (мы рассматриваем такой сценарий в качестве базового), то российская экономика в этом периоде может ускориться, и мы имеем все шансы превысить по году 4-процентную планку роста ВВП. В этой стратегии мы подтверждаем наш годовой прогноз роста ВВП на уровне 4.1 %, видя главный риск, прежде всего, во внешних факторах.

Бюджетные разочарования

На этой неделе правительство утвердило основные параметры федерального бюджета на 2012-14 гг. К сожалению, оправдались наихудшие опасения. Благоприятную конъюнктуру сырьевых рынков правительство решило использовать для наращивания бюджетных расходов, которые в основном будут носить потребительский характер (увеличение расходов на содержание армии, повышение пенсий, пособий). Сохраняется и курс на общее повышение налоговой нагрузки – снижение ставок страховых взносов с 34 до 30 % для всех компаний и с 26 до 20 % для малого бизнеса будет компенсировано за счет введения дополнительной ставки 10 % для высоких зарплат (выше 512 тыс. рублей в год). В повестке дня остается повышение ставок налогов на недвижимость.

Для финансирования бюджетного дефицита (Минфин определил критический уровень дефицита на уровне 3 % ВВП) правительство по-прежнему планирует активно заимствовать на внутреннем рынке (чистые заимствования в будущем году превысят 1.5 трлн. рублей).

Основные параметры федерального бюджета

	2011	2012	2013	2014
Доходы				
новый бюджет	10 303	10 615	11 674	12 631
прежний бюджет	8 845	9 503	10 380	
разница	1 459	1 111	1 294	
Расходы				
новый бюджет	11 023	12 185	13 418	14 280
прежний бюджет	10 659	11 238	12 176	
разница	364	947	1 243	
Дефицит				
новый бюджет	-719	-1 571	-1 744	-1 648
% ВВП	-1,3	-2,7	-2,7	-2,3
прежний бюджет	-1 814	-1 734	-1 796	
% ВВП	-3,6	-3,1	-2,9	

Источники: Минфин, Аналитический департамент Банка Москвы

Объективно говоря, нынешний уровень долга федерального правительства позволяет проводить такую политику. По нашим оценкам, если все запланированные параметры будут выдержаны, то в 2015 году обслуживание внутреннего долга (процентные платежи) не должно превысить 4 % доходной части бюджета, что можно признать вполне приемлемым уровнем. Однако это игра с огнем, т.к. мы в ещё большей степени становимся заложниками сырьевой конъюнктуры. Достаточно сказать, что бюджет в следующем году оказывается сбалансированным лишь при \$ 125 за баррель!

Какие последствия проводимая бюджетная политика будет иметь для финансовых рынков. Как уже сказано выше, возрастает чувствительность к ценам на нефть. Мы полагаем, что при \$ 90 за баррель и выше Минфин сможет привлекать деньги по приемлемым ставкам. Но если нефть пойдет ниже \$ 90, то стоимость заимствований для Минфина неизбежно возрастет, и в какой-то момент обслуживание долга для Минфина может стать уже серьезной нагрузкой. В этом случае правительство будет вынуждено придерживаться инфляционной стратегии обесценивания долга, как это делают сейчас США. Но если США, пользуясь статусом доллара, имеют возможность перекладывать инфляционные последствия эмиссии на остальной мир, то Россия будет вынуждена пожинать плоды будущей эмиссии самостоятельно.

Мы крайне скептически оцениваем бюджетные планы правительства, считая, что проводимая политика снижает макроэкономическую устойчивость в долгосрочном плане. В то же время в перспективе ближайшего года эти решения не вызовут сколь-либо заметных последствий для экономики и финансовых рынков. После же выборов, в зависимости от мировой конъюнктуры, бюджетные планы могут быть и подкорректированы.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-июн 11	2011 П	2012 П	2013 П
РЫНОК НЕФТИ (Urals, \$/баррель)									
среднегодовой	60.9	69.4	93.8	60.8	78.2	108.3	107.5	102.5	97.5
на конец года	55.1	91.6	34.8	77.2	91.7	110.0	105.0	100.0	95.0
среднегодовой (рублей за баррель)	1 654	1 774	2 334	1 933	2 376	3 093	3 002	2 832	2 665
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	605	698	872	974	1 226	1 449	1 500	1 400	1 400
на конец года	637	839	882	1 097	1 421	1 500	1 450	1 400	1 400
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	24 160	35 838	21 253	14 757	21 887	25 635	23 500	24 000	24 500
на конец года	34 025	27 200	11 700	18 525	24 750	23 425	23 750	24 250	24 750
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	6 736	7 009	6 879	5 193	7 560	9 413	8 250	8 500	8 750
на конец года	6 308	6 755	3 070	7 375	9 600	9 430	8 300	8 600	8 750
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	2 595	2 661	2 620	1 705	2 200	2 578	2 500	2 600	2 675
на конец года	2 803	2 410	1 540	2 230	2 480	2 532	2 550	2 650	2 700
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	3 250	3 234	1 902	1 688	2 185	2 346	2 550	2 650	2 750
на конец года	4 230	2 430	1 208	2 560	2 454	2 365	2 600	2 700	2 800
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	56	73	171	60	135	185	175	185	187
на конец года	64	90	68	88	155	198	180	186	190
Сталь (LME), \$/тонна									
среднегодовой				361	488	558	600	650	650
на конец года			380	410	547	573	625	650	665
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.40	1.45	1.43	1.40
на конец года	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.45	1.45	1.43	1.40
Доллар/рубль									
среднегодовой	27.14	25.55	24.87	31.77	30.38	28.56	27.93	27.63	27.34
на конец года	26.33	24.55	29.38	30.24	30.48	28.08	27.44	27.28	27.12
Евро/рубль									
среднегодовой	34.11	35.03	36.45	44.20	40.22	40.14	40.50	39.37	38.27
на конец года	34.70	35.93	41.44	43.39	40.33	40.39	39.79	38.88	37.97
Бивалютная корзина (\$-0.55; €-0.45)									
среднегодовой	30.28	29.82	30.08	37.36	34.80	33.77	33.59	32.91	32.26
на конец года	30.10	29.67	34.81	36.16	34.91	33.62	33.00	32.50	32.00
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ									
FED Funds rate	5.25	4.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	1.00	2.50
3m USD LIBOR									
среднегодовой	5.19	5.30	2.93	0.73	0.34	0.29	0.30	0.70	2.25
на конец года	5.36	4.70	1.42	0.25	0.30	0.25	0.30	1.15	3.00
Ставки Банка России									
ставка рефинансирования	11.00	10.00	13.00	8.75	7.75	8.25	8.25	8.00	7.50
ставка по однодневным депозитам	2.25	2.75	6.75	3.50	2.75	3.50	3.50	3.25	2.75
мин. ставка прямого РЕПО	6.0	6.0	9.00	6.00	5.00	5.50	5.50	5.25	4.75
UST 10									
среднегодовой	4.79	4.63	3.65	3.25	3.20	3.31	3.50	4.00	4.00
на конец года	4.70	4.03	2.22	3.84	3.30	3.16	3.50	4.00	4.00
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой	5.93	5.80	6.78	7.42	4.92	4.67	4.75	4.85	5.00
на конец года	5.66	5.53	9.98	5.40	4.80	4.43	4.75	5.00	5.00
спрэд к UST-10, б. п.	95	150	775	156	151	127	125	100	100
Портфель ОФЗ									
среднегодовой	6.80	6.59	7.47	10.11	7.48	7.47	7.35	7.50	7.50
на конец года	6.57	6.53	9.11	8.64	7.43	7.46	7.35	7.50	7.50
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	1 922	2 291	632	1 445	1 773	1 908	2 100	-	-
% год к году	70.7	19.2	-72.4	128.6	22.7	7.6	18.5	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-май 11	2011 П	2012 П	2013 П
ЕВП									
реальный, % год к году	8.2	8.5	5.2	-7.8	4.0	3.9	4.1	3.9	4.2
индекс-дефлятор, % год к году	15.2	13.8	18.0	1.9	11.4	-	15.9	12.4	10.2
номинальный, млрд руб.	26 917	33 248	41 277	38 786	44 939	19 723	53 927	62 717	71 748
% год к году	24.6	23.5	24.2	-6.0	15.9	18.3	20.0	16.3	14.4
номинальный, \$ млрд	992	1 301	1 659	1 221	1 479	688	1 931	2 270	2 625
% год к году	30.0	31.2	27.5	-26.4	21.2	23.0	30.5	17.6	15.6
на душу населения, \$ тыс.	7.0	9.2	11.7	8.6	10.4	4.8	13.6	16.0	18.5
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	6.3	6.8	0.6	-9.3	8.2	5.2	4.4	3.7	3.8
обрабатывающая промышленность	8.4	10.5	0.5	-15.2	11.8	8.1	6.0	4.8	5.0
добыча полезных ископаемых	2.8	3.3	0.4	-0.6	3.6	2.7	2.1	2.0	2.1
производство электроэнергии, воды и газа	3.4	-0.6	0.6	-3.9	4.1	0.1	2.5	2.2	2.0
Добыча нефти									
% год к году	2.2	2.3	-0.7	1.3	2.2	1.3	0.1	0.1	-0.4
млн т	480	491	488	494	505	211	506	507	505
млн баррелей в сутки	9.65	9.87	9.78	9.93	10.15	10.23	10.16	10.14	10.13
Добыча газа									
% год к году	2.4	-0.5	1.8	-12.4	11.7	0.7	1.4	0.2	1.3
млрд куб. м	656	653	665	582	650	298	659	661	669
млн б. н. э. в сутки	10.58	10.53	10.69	9.39	10.49	11.59	10.63	10.62	10.79
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	14.1	16.1	13.5	-4.9	6.3	5.2	5.0	6.5	7.0
млрд руб.	8 712	10 869	13 921	14 603	16 469	7 182	18 708	21 748	25 174
% год к году	23.7	24.8	28.1	4.9	12.8	15.3	13.6	16.3	15.8
% к ВВП	32.4	32.7	33.7	37.6	36.6	36.4	34.7	34.7	35.1
Инвестиции в основной капитал									
индекс физического объема, % год к году	16.7	22.7	9.9	-15.7	6.0	2.0	6.0	8.5	12.0
млрд руб.	4 730	6 716	8 782	7 976	9 151	2 686	11 096	13 648	17 026
% год к году	31.0	42.0	30.8	-9.2	14.7	11.4	21.3	23.0	24.8
% к ВВП	17.6	20.2	21.3	20.6	20.4	13.6	20.6	21.8	23.7
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году в реальном выражении	18.1	18.2	12.8	-13.2	-0.6	0.8	5.5	7.5	10.0
млрд руб.	2 351	3 293	4 528	3 998	4 206	1 302	5 079	6 196	7 606
% год к году в ном. выражении	34.0	40.1	37.5	-11.7	5.2	11.3	20.8	22.0	22.8
% к ВВП	8.7	9.9	11.0	10.3	9.4	6.6	9.4	9.9	10.6
Жилищное строительство									
введено жилья, тыс. штук квартир	609	721	768	701	714	177	720	743	792
введено жилья, млн кв. м	50.6	61.0	64.1	59.9	58.1	15.3	58.7	61.6	66.6
% год к году	16.1	20.6	4.6	-6.5	-3.0	-6.9	1.0	5.0	8.0
средний размер квартиры, кв. м	83.0	84.6	83.5	85.4	81.4	86.3	81.5	83.0	84.0
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.36	0.43	0.45	0.42	0.41	0.11	0.41	0.44	0.47
Сельское хозяйство									
% год к году	3.0	3.3	10.8	1.4	-11.9	0.6	5.5	3.0	3.0
Грузооборот транспорта									
млрд т-км	4 800	4 915	4 948	4 446	4 753	2 038	4 943	5 091	5 239
% год к году	2.7	2.4	0.7	-10.1	6.9	3.9	4.0	3.0	2.9

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-май 11	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные доходы на душу населения									
рублей в месяц	10 196	12 603	14 939	16 857	18 553	17 763	20 779	24 104	27 960
% год к году	25.7	23.6	18.5	12.8	10.1	6.0	12.0	16.0	16.0
Реальные располагаемые денежные доходы населения									
% год к году	13.5	12.1	1.9	2.3	4.2	-3.7	4.0	6.3	7.3
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц		12 106	14 878	16 792	18 213	17 947	20 489	23 870	27 809
% год к году			22.9	12.9	8.5	7.8	12.5	16.5	16.5
Превышение доходов над расходами, %		3.9	0.4	0.4	1.8	-1.0	1.4	1.0	0.5
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	10 634	13 593	17 290	18 638	21 193	21 819	23 842	27 418	31 805
% год к году	24.3	27.8	27.2	7.8	13.7	11.7	12.5	15.0	16.0
среднегодовая, \$ в месяц	392	532	695	587	698	760	854	992	1 164
% год к году	29.7	35.8	30.7	-15.6	18.9	14.2	22.4	16.2	17.2
Реальная заработная плата									
% год к году	13.3	17.2	11.5	-3.5	4.6	2.0	3.8	5.3	7.3
Рынок труда									
постоянное население, млн чел.	142.2	142.0	141.9	141.9	141.8	142.8	141.7	141.6	141.5
изменение за год, тыс. чел.	-533	-212	-105	23	-82	-66.1	-100	-100	-100
экономически активное население, млн чел.	74.2	75.1	75.9	75.4	75.0	75.9	74.6	74.3	74.0
безработные на конец года, млн чел.	5.13	4.60	5.80	6.17	5.39	4.86	5.20	5.00	4.80
безработица на конец года, %	6.9	6.1	7.6	8.2	7.2	6.4	7.0	6.7	6.5
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн чел.	1.74	1.55	1.52	2.15	1.59	1.52	1.45	1.40	1.40
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.3	2.1	2.0	2.8	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-май 11	2011 П	2012 П	2013 П
Денежная масса									
M2, млрд руб.	8 971	12 869	12 976	15 268	20 012	20 189	23 694	27 864	32 880
% год к году	48.7	43.5	0.8	17.7	31.1	22.6	18.4	17.6	18.0
% к ВВП	33.3	38.7	31.4	39.4	44.5	-	43.9	44.4	45.8
M0, млрд руб.	2 785	3 702	3 795	4 038	5 063	5 074	5 812	6 579	7 408
% год к году	38.6	32.9	2.5	6.4	25.4	19.7	14.8	13.2	12.6
доля в M2, %	31.0	28.8	29.2	26.4	25.3	25.1	24.5	23.6	22.5
% к ВВП	10.3	11.1	9.2	10.4	11.3	-	10.8	10.5	10.3
Широкая денежная база									
млрд рублей	4 122	5 513	5 579	6 467	8 190	7 269	9 419	10 785	12 316
% год к году	41.4	33.8	1.2	15.9	26.6	6.0	15.0	14.5	14.2
мультипликатор (M2 к ШДБ)	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	2.8	2.5	2.6	2.7
Инфляция									
индекс потребительских цен, % дек. к дек.	9.0	11.9	13.3	8.8	8.8	9.6	10.5	9.0	8.5
% среднегодовой	9.8	9.1	14.1	11.8	6.9	8.1	8.6	9.8	8.8
индекс цен производителей, % дек. к дек.	10.4	25.1	-7.0	13.9	16.7	19.2	17.5	10.0	9.0
% среднегодовой	12.4	14.2	21.4	-7.2	12.2	14.9	18.0	14.0	9.5
Золотовалютные резервы									
прирост за год, \$ млрд	122	175	-52	13	40	42	87	55	65
на конец года, \$ млрд	304	479	426	439	479	521	567	621	687
% к ВВП	30.6	36.8	25.7	36.0	32.4	-	29.3	27.4	26.2
в т.ч.									
валютные резервы, \$ млрд	296	467	412	417	444	480	523	572	631
золото, \$ млрд	8	12	15	23	36	41	44	49	56
% доля золота в ЗВР	2.7	2.5	3.4	5.2	7.5	7.9	7.7	7.9	8.2
физический объем золота, млн унций	12.8	14.3	16.5	20.8	25.2	26.7	30.0	35.0	40.0
Монетарный курс рубля к доллару									
M2 к ЗВР	29.5	26.9	30.4	34.7	41.7	38.7	41.8	44.8	47.9
по отношению к фактическому курсу	3.2	2.3	1.1	4.5	11.3	10.7	14.4	17.6	20.8

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, млрд руб.	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-май 11	2011 П	2012 П	2013 П
Активы	13 963	20 125	28 022	29 430	33 805	34 752	39 213	46 272	55 526
% год к году	44.0	44.1	39.2	5.0	14.9	16.9	16.0	18.0	20.0
% к ВВП	51.9	60.5	67.9	75.9	75.2	-	72.7	73.8	77.4
Собственный капитал	1 693	2 671	3 811	4 621	4 732	4 788	5 324	6 122	7 102
% год к году	36.3	57.8	42.7	21.2	2.4	7.6	12.5	15.0	16.0
% к ВВП	6.3	8.0	9.2	11.9	10.5	-	9.9	9.8	9.9
% к активам	12.1	13.3	13.6	15.7	14.0	13.8	13.6	13.2	12.8
Депозиты населения	3 810	5 159	5 907	7 485	9 818	10 280	12 273	14 911	17 893
% год к году	38.0	35.4	14.5	26.7	31.2	25.7	25.0	21.5	20.0
% к ВВП	14.2	15.5	14.3	19.3	21.8	-	22.8	23.8	24.9
% к пассивам	27.3	25.6	21.1	25.4	29.0	29.6	31.3	32.2	32.2
Кредиты населению	1 883	2 971	4 017	3 574	4 085	4 442	4 902	5 980	7 415
% год к году	78.3	57.8	35.2	-11.0	14.3	22.9	20.0	22.0	24.0
% к активам	13.5	14.8	14.3	12.1	12.1	12.8	12.5	12.9	13.4
% к депозитам населения	49.4	57.6	68.0	47.7	41.6	43.2	39.9	40.1	41.4
Просроченная задолженность	51	97	149	243	282	291	250	250	280
% к портфелю	2.7	3.2	3.7	6.8	6.9	6.5	5.1	4.2	3.8
Депозиты юридических лиц	2 147	3 520	4 945	5 467	6 036	6 279	6 971	8 087	9 542
% год к году	68.9	64.0	40.5	10.5	10.4	14.3	15.5	16.0	18.0
% к пассивам	15.4	17.5	17.6	18.6	17.9	18.1	17.8	17.5	17.2
Кредиты предприятиям	6 148	9 316	12 510	12 542	14 063	14 884	16 313	19 412	23 101
% год к году	39.8	51.5	34.3	0.3	12.1	16.6	16.0	19.0	19.0
% к активам	44.0	46.3	44.6	42.6	41.6	42.8	41.6	42.0	41.6
Просроченная задолженность	70	86	266	763	743	758	715	680	700
% к портфелю	1.1	0.9	2.1	6.1	5.3	5.1	4.4	3.5	3.0
Просроченная задолженность по кредитам	121	183	415	1 006	1 026	1 049	965	930	980
% к кредитному портфелю	1.5	1.5	2.5	6.2	5.7	5.4	4.5	3.7	3.2
Резервы на возможные потери по кредитам	403	532	899	1 821	1 904	1 910	1 785	1 721	1 764
% к кредитному портфелю	5.0	4.3	5.4	11.3	10.5	9.9	8.4	6.8	5.8
% к просроченной задолженности	333	291	217	181	186	182	185	185	180
Прибыль	372	508	409	205	573	366	943	1 025	1 070
% год к году	42	37	-19	-50	180	85	64	9	4
ROAA	3.1	3.0	1.7	0.7	1.8	2.6	2.6	2.4	2.1
ROAE	25.3	23.3	12.6	4.9	12.3	18.7	18.8	17.9	16.2

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-май 11	2011 П	2012 П	2013 П
Доходы, млрд руб.	6 279	7 765	9 258	7 337	8 304	4 198	10 268	10 566	11 002
% год к году	22.5	23.7	19.2	-20.8	13.2	31.4	23.6	2.9	4.1
% к ВВП	23.3	23.4	22.4	18.9	18.5	21.3	19.0	16.8	15.3
нефтегазовые доходы	2 944	2 897	4 389	2 984	3 831	2 067	5 168	4 916	4 652
% год к году		-1.6	51.5	-32.0	28.4	40.7	34.9	-4.9	-5.4
% к ВВП	10.9	8.7	10.6	7.7	8.5	10.5	9.6	7.8	6.5
% к доходам	46.9	37.3	47.4	40.7	46.1	49.2	50.3	46.5	42.3
не нефтегазовые доходы	3 335	4 868	4 869	4 353	4 473	2 131	5 100	5 650	6 350
% год к году		46.4	-0.3	-10.6	2.8	23.4	14.0	10.8	12.4
% к ВВП	12.4	14.7	11.8	11.2	10.0	10.8	9.5	9.0	8.9
% к доходам	53.1	62.9	52.6	59.3	53.9	50.8	49.7	53.5	57.7
Расходы, млрд руб.	4 285	5 982	7 561	9 637	10 116	3 842	10 660	11 200	12 200
% год к году	22.0	39.6	26.4	27.5	5.0	5.0	5.4	5.1	8.9
% к ВВП	15.9	18.0	18.3	24.8	22.5	19.5	19.8	17.9	17.0
Профицит (+) / дефицит (-), млрд руб.	1 994	1 782	1 697	-2 300	-1 812	356	-392	-634	-1 198
% к ВВП	7.4	5.4	4.1	-5.9	-4.0	1.8	-0.7	-1.0	-1.7
не нефтегаз. проф. (+) / деф. (-), млрд руб.	-949	-1 098	-2 692	-5 284	-5 642	-1 711	-5 560	-5 550	-5 850
% к ВВП	-3.5	-3.3	-6.5	-13.6	-12.6	-8.7	-10.3	-8.8	-8.2
Резервный фонд *									
млрд руб.			4 028	1 831	775	746	727	719	711
\$ млрд			137	61	25	27	26	26	26
% к ВВП			9.8	4.7	1.7	1.4	1.4	1.2	1.0
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.			2 584	2 769	2 696	2 598	2 500	2 560	2 621

* - до 2008 г. – Стабилизационный фонд

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, \$ млрд	2006	2007	2008	2009	2010	Янв-июн 11	2011 П	2012 П	2013 П
Счет текущих операций	94	78	104	49	71	58	96	63	38
% год к году	12	-18	33	-53	45	10	36	-34	-40
% к ВВП	9.5	6.0	6.2	4.0	4.8	-	5.0	2.8	1.4
Экспорт товаров	304	354	472	303	400	250	502	516	526
% год к году	25	17	33	-36	32	31	25	3	2
% к ВВП	30.6	27.2	28.4	24.8	27.1	-	26.0	22.7	20.0
Экспорт углеводородов	191	219	310	191	254	165	337	326	306
% год к году	28	15	42	-39	33	33	33	-3	-6
% к ВВП	19.2	16.8	18.7	15.6	17.2	-	17.5	14.4	11.7
% к общему объему экспорта	63	62	66	63	63	66	67	63	58
Экспорт за исключением нефти и газа	113	136	161	113	146	85	165	190	220
% год к году	19	20	19	-30	30	28	13	15	16
% к ВВП	11.4	10.4	9.7	9.2	9.9	-	8.5	8.4	8.4
% к общему объему экспорта	37	38	34	37	37	34	33	37	42
Импорт товаров	164	223	292	192	249	148	318	380	440
% год к году	31	36	31	-34	30	42	28	19	16
% к ВВП	16.6	17.2	17.6	15.7	16.8	-	16.5	16.7	16.8
Торговое сальдо	139	131	180	112	152	102	184	136	86
% год к году	18	-6	37	-38	36	18	21	-26	-37
% к ВВП	14.0	10.1	10.8	9.1	10.3	-	9.5	6.0	3.3
Прямые иностранные инвестиции	30	55	75	37	43	27	48	62	83
% к ВВП	3.0	4.2	4.5	3.0	2.9	-	2.5	2.7	3.2
Банки	3	7	10	6	5	0	8	12	18
% к ВВП	0.3	0.6	0.6	0.5	0.4	-	0.4	0.5	0.7
Прочие сектора	27	48	65	30	37	27	40	50	65
% к ВВП	2.7	3.7	3.9	2.5	2.5	-	2.1	2.2	2.5
Чистый отток капитала	41	82	-134	-56	-34	-31	-33	-10	25
% к ВВП	4.2	6.3	-8.1	-4.6	-2.3	-	-1.7	-0.4	1.0
Банки	28	46	-57	-30	16	-12	0	5	15
% к ВВП	2.8	3.5	-3.4	-2.5	1.1	-	0.0	0.2	0.6
Прочие сектора	14	36	-77	-26	-50	-19	-33	-15	10
% к ВВП	1.4	2.8	-4.6	-2.1	-3.4	-	-1.7	-0.7	0.4

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

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

Юрий Волков, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Рынок акций

Рост возобновился

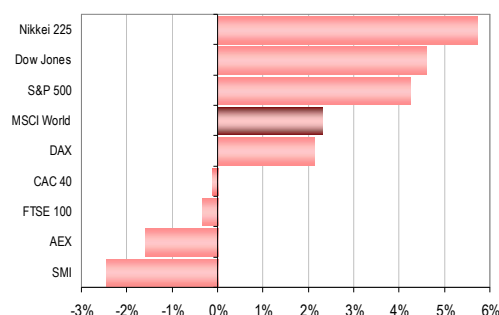
С конца июня на мировых рынках после стагнации длиной в несколько недель наблюдается синхронное ралли, которое не обошло стороной и российский рынок акций. Вместе с тем, несмотря на рост котировок, участники рынка пока достаточно осторожны, предпочитая делать ставку на наиболее стабильные сектора.

Мы сохраняем неизменным свой прогноз по индексу РТС на конец года в размере 2 100 пунктов, что немногим более чем на 100 пунктов выше текущего уровня, а из ожидаемых событий ближайших месяцев на российском рынке акций выделяем ликвидацию дисконта между локальными акциями и GDR/ADR ряда бумаг после поручения Президента РФ на снятие ограничений по обращению российских акций за рубежом.

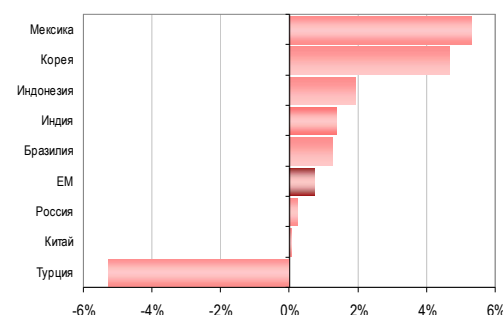
Мировые рынки

Успешные переговоры по выделению дополнительной помощи Греции со стороны ЕС и МВФ и одобрение Парламентом этой страны в конце июня более жестких бюджетных мер стали своеобразной «поворотной точкой» для мировых площадок, после которой затяжная стагнация сменилась почти непрекращающимся ростом как на большинстве развитых, так и на развивающихся площадках. Благодаря этому «мини-ралли» в последние дни ключевые фондовые индексы США и Европы фактически вплотную подошли к своим посткризисным максимумам.

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



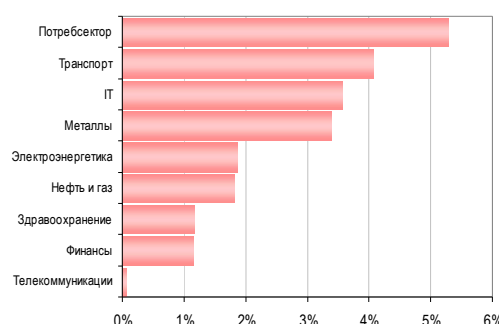
Динамика за июнь*: страновые индексы MSCI: развивающиеся рынки



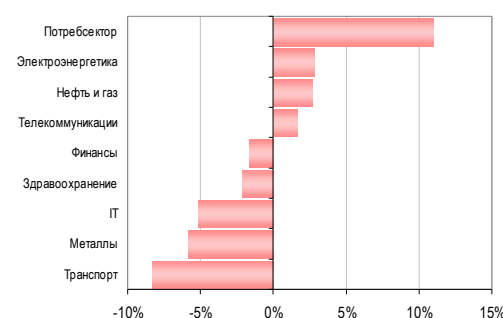
* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 7 июня

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика за июнь*: отраслевые индексы MSCI – развитые рынки



Динамика за июнь*: отраслевые индексы MSCI – развивающиеся рынки



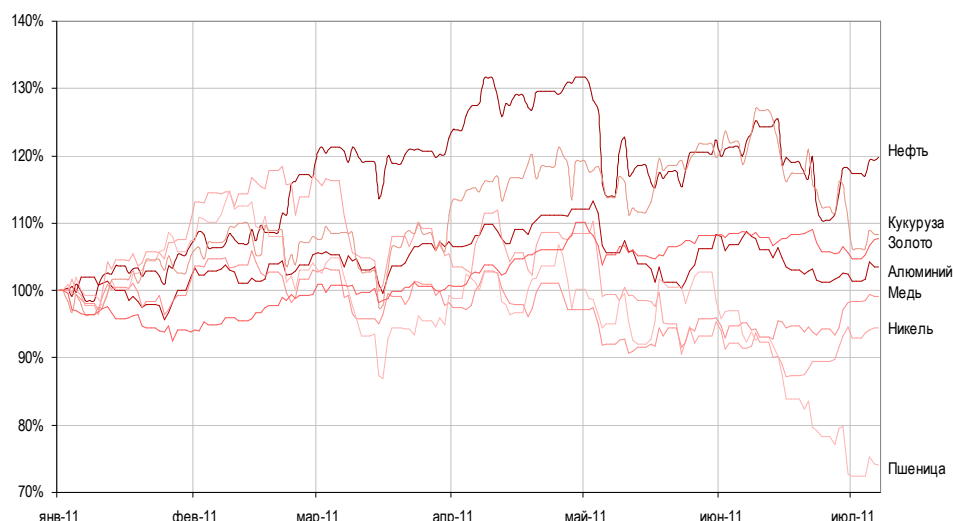
* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 7 июня

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В отраслевом разрезе безусловным лидером роста как на развитых, так и на развивающихся площадках стал потребительский сектор, что скорее характеризует последний рост как достаточно осторожный – все-таки компании потребительского сектора на зрелых рынках нельзя назвать высокорискованными инвестициями.

Достаточно неплохой месяц пережили и товарные рынки за исключением, пожалуй, лишь рынков сельхозпродукции. Котировки нефти вновь устремились вверх, несмотря на решение МЭА «распечатать» свои запасы для снижения цен; цены на цветные металлы вновь начали расти, их биржевые запасы сокращаться вопреки достаточно слабым данным по индексам PMI и продолжающегося ужесточения денежно-кредитной политики в КНР.

Товарные рынки с начала 2010 года



Источник: Bloomberg

Российский рынок

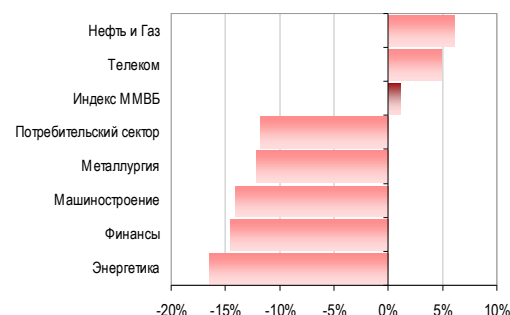
Комфортные цены на товарных рынках и оптимизм на мировых фондовых площадках – отличные условия для роста российского рынка акций. По итогам последнего месяца индекс ММВБ прибавил 3 %, обновив двухмесячный максимум и сделав серьезную заявку на завершение продолжавшейся почти три месяца коррекции.

Динамика отраслевых индексов ММВБ в июне*



* - с момента выпуска нашей предыдущей стратегии 7 июня

Динамика отраслевых индексов ММВБ с начала года



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Впрочем, рост был далеко не равномерным. Существенно подрасти удалось телекомам: спрос на бумаги объединенного Ростелекома остается высоким, а локальным акциям МТС оказали поддержку слова Президента РФ о необходимости снять ограничения на обращение российских

бумаг за рубежом. Существенный рост по итогам месяца показали также бумаги сектора электроэнергетики: опасения относительно замедления темпов реформирования отрасли, похоже, отступают на второй план, а также сектора машиностроения, где безусловным лидером стали бумаги АвтоВАЗа, прибавившие за месяц более 25 %.

Банки и металлурги стали формальными аутсайдерами рынка, однако здесь ситуация не выглядит однозначной. В действительности акции финансового и металлургического секторов показали разнонаправленную динамику, а соответствующие отраслевые индексы снизились, в основном, из-за падения не слишком ликвидных бумаг Банка Москвы и акций Полюса на фоне продаж со стороны инвесторов, не имеющих технической возможности поучаствовать в RTO компании.

Поручение Президента обеспечить до 1 сентября с.г. отмену ограничений на торговлю российскими акциями за рубежом стало одним из ключевых событий июня на российском фондовом рынке, оказав серьезную поддержку локальным бумагам АФК Система, МТС, Мечел-п, Новатэк, для которых существование подобных ограничений означает солидный дисконт локальных акций к ADR/GDR. Не исключено, что с реализацией поручения Президента сокращение дисконта (который в ряде бумаг все еще составляет 2-14 %) продолжится, что выглядит очевидной инвестиционной идеей июля-августа.

Дисконт локальных бумаг к ADR/GDR по некоторым эмитентам

Эмитент	Цена локальных бумаг, руб	Цена ADR, \$	Количество локальных акций в ADR	Курс, руб/\$	(Дисконт) локальных акций к ADR/GDR, %
Фармстандарт	2220	22.98	0.25	28.02	-13.8
Система	32.5	25.25	20	28.02	-8.1
Новатэк	381	147.7	10	28.02	-7.9
Магнит	4035	31.2	0.2	28.02	-7.7
Мечел прив.	439	8.46	0.5	28.02	-7.4
Группа ЛСР	1 029	7.9	0.2	28.02	-7.0
Номос-банк	1088	19.80	0.5	28.02	-2.0

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

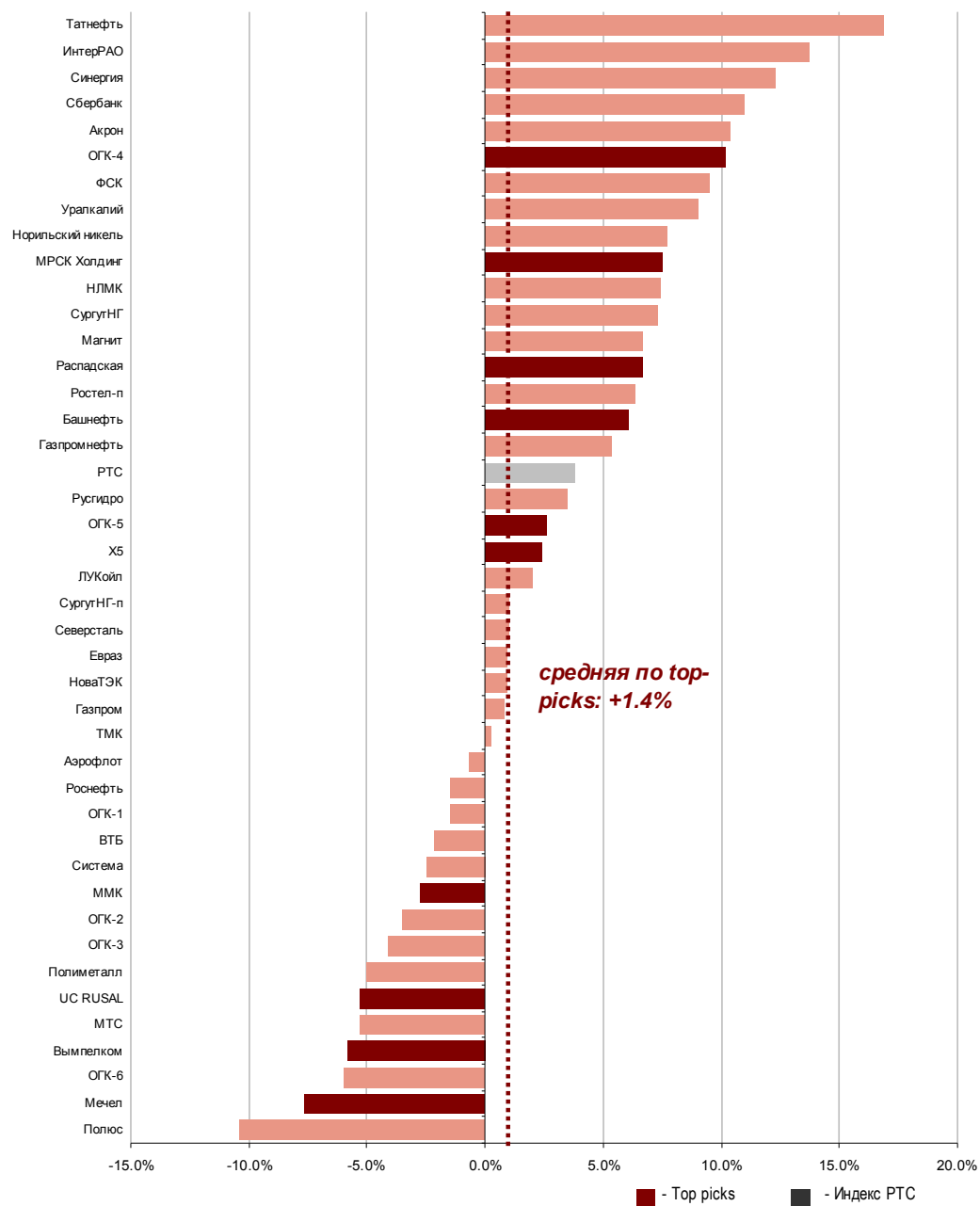
Июль: разгар «затишья»

Июль является традиционным месяцем «летнего затишья» на российском рынке акций, когда объемы торгов и активность участников рынка резко сокращается, это, впрочем, не означает, что резкие движения исключены. Ключевым событием месяца, по всей видимости, станет начало сезона отчетности в США – хорошие корпоративные результаты могут способствовать продолжению роста и обновлению посткризисных максимумов на мировых площадках. Внутрироссийских событий ожидается не столь много. Новых IPO летом, очевидно, уже не будет; возможно появление большей определенности относительно роста регулируемых тарифов в 2012-2014 гг., что может оказать определенное влияние на акции газового и электроэнергетического секторов, а также любые сюрпризы во внутривнутриполитической жизни с приближением выборов.

Top Picks

Из 10 представленных нами в прошлой стратегии top picks 6 закончили месяц ростом, чего хватило для того, чтобы продемонстрировать средний рост более 1 %, но не хватило, чтобы догнать индекс РТС, выросший почти на 4 %.

Динамика российских акций за последний месяц*, \$



* - с момента выпуска нашей последней стратегии 07.06.2010 по 07.07.2011

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы оставляем список наших top picks неизменным: высказанные нами идеи остаются еще неотыгранными, и мы ожидаем их реализации в ближайшее время.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

Экстраординарный шаг МЭА по выделению запасов нефти из стратегических резервов не привел к существенному изменению конъюнктуры рынка черного золота. На наш взгляд, в настоящий момент на фоне сохранения сильного спроса со стороны европейских потребителей вновь выглядят недорогими бумаги Газпрома. Помимо них нашими ключевыми рекомендациями в секторе являются акции ЛУКОЙЛа и Башнефти.

Металлургия

Целый ряд факторов заставляет нас с оптимизмом смотреть на бумаги российских металлургов на среднесрочную перспективу. Среди них – продолжающийся быстрый рост внутреннего рынка стали, по-прежнему солидные темпы роста потребления металла в Китае и вновь наметившиеся сокращения биржевых запасов большинства цветных металлов.

Электроэнергетика

В начале июля Минэкономразвития опубликовало новые прогнозы роста цен на электроэнергию, которые оказались не столь пессимистичными, как ожидал рынок. На наш взгляд, прогнозы МЭР в значительной степени снимают неопределенность, давившую на котировки сектора в последние месяцы, и улучшают наше отношение к бумагам энергокомпаний. Наши фавориты в секторе – бумаги ОГК-4, ОГК-5, Холдинга МРСК и ИнтерРАО.

Банки

Мы продолжаем позитивно смотреть на бумаги Сбербанка. С фундаментальной точки зрения акции банка по-прежнему смотрятся привлекательно. Кроме того, банковский сектор в целом может стать одним из главных бенефициаров разрешения глобальных экономических проблем за счет реализации потенциала, сформированного ранее более слабой динамикой акций банков по отношению к рынку.

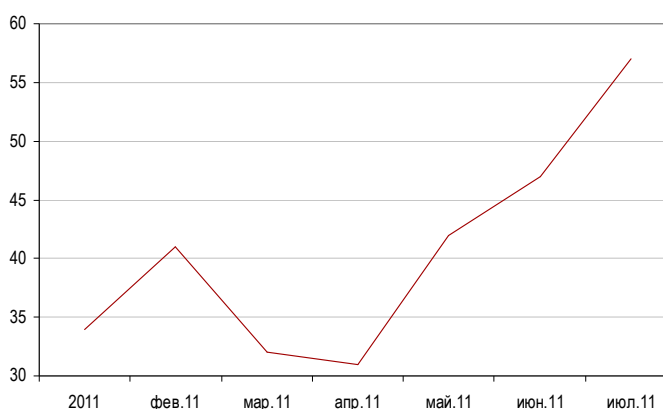
Индекс РТС

Наша оценка целевого значения индекса РТС на конец года остается прежней – около 2 100 пунктов.

Распределение рейтингов в рекомендациях Аналитического департамента Банка Москвы

	покупать	держать	продавать
Всего рекомендаций	40	14	16
%	57	20	23

Доля рекомендуемых к покупке бумаг в рекомендациях
Аналитического департамента Банка Москвы, %



Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2011г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	Евраз Групп	33.10	44.75	35%	покупать
2	VimpelCom Ltd.	12.98	17.50	35%	покупать
3	РусГидро	0.050	0.066	31%	покупать
4	Северсталь	18.94	23.88	26%	покупать
5	МТС-ADR	18.9	23.80	26%	покупать
6	Лукойл	65.92	79.09	20%	покупать
7	Газпром	7.44	8.68	17%	покупать
8	Сургутнефтегаз	1.04	1.14	10%	держать
9	Сбербанк	3.86	4.10	6%	держать
10	Норильский никель	270	250	-8%	продавать
11	Роснефть	8.66	7.70	-11%	продавать
12	ФСК	0.0142	0.0122	-14%	продавать
13	Уралкалий	9.42	7.33	-22%	продавать

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2011г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Второй эшелон					
1	МРСК СЗ	0.0047	0.0104	122%	покупать
2	Мечел	24.62	48.58	97%	покупать
3	МРСК СК	4.442	8.500	91%	покупать
4	Росинтер	12.581	23.000	83%	покупать
5	Ленэнерго	0.689	1.200	74%	покупать
6	МРСК Волги	0.0043	0.0075	74%	покупать
7	МРСК ЦП	0.0081	0.0138	71%	покупать
8	ММК	0.90	1.5	66%	покупать
9	ОГК-2	0.050	0.081	63%	покупать
10	МРСК Урала	0.009	0.014	56%	покупать
11	ОГК-1	0.0335	0.0520	55%	покупать
12	Холдинг МРСК	0.148	0.226	53%	покупать
13	МРСК Сибири	0.0076	0.0115	52%	покупать
14	Распадская	6.52	9.85	51%	покупать
15	ОГК-5	0.088	0.13	48%	покупать
16	МРСК Юга	0.0045	0.0065	45%	покупать
17	UC RUSAL	1.37	1.90	39%	покупать
18	Мечел-п	10.36	14.2	37%	покупать
19	Синергия	40.37	55.00	36%	покупать
20	Башнефть	55.81	74.1	33%	покупать
21	Нижнекамскнефтехим	0.85	1.13	33%	покупать
22	X5	41.62	55.00	32%	покупать
23	Интегра	3.35	4.41	32%	покупать
24	МРСК Центра	0.036	0.047	31%	покупать
25	Фармстандарт	23.05	30.0	30%	покупать
26	С.А.Т. oil	9.56	12.41	30%	покупать
27	ОГК-3	0.05	0.063	29%	покупать
28	Интер РАО	0.0014	0.0018	29%	покупать
29	ОГК-4	0.096	0.121	26%	покупать
30	Sollers	19.095	23.700	24%	покупать
31	Дикси	13.62	16.80	23%	покупать
32	Сургутнефтегаз п.	0.52	0.63	22%	покупать
33	МОЭСК	0.0591	0.0712	20%	покупать
34	МТС-локальные	8.71	10.10	16%	держать
35	Полиметалл	18.97	21.64	14%	держать
36	М-Видео	9.696	11.000	13%	держать
37	Верофарм	44.14	50.0	13%	держать
38	Полюс Золото	63.3	70.7	12%	держать
39	Банк Санкт-Петербург п	5.518	6.100	11%	держать
40	БК Евразия	29.7	32.8	10%	держать
41	Газпромнефть	4.81	5.30	10%	держать
42	Банк Санкт-Петербург	5.061	5.400	7%	держать
43	ОГК-6	0.040	0.042	5%	держать
44	НЛМК	4.00	4.12	3%	держать
45	Магнит (GDR)	31.30	31.30	0%	держать
46	Ростелеком п.	3.25	3.16	-3%	продавать
47	КАМАЗ	2.30	2.20	-4%	продавать
48	ВСМПО	164	157	-4%	продавать
49	Магнит (локальные акции)	146.2	136.0	-7%	продавать
50	ТНК-ВР	3.21	2.97	-7%	продавать
51	Новатэк	13.70	12.54	-8%	продавать
52	Татнефть п.	3.46	3.04	-12%	продавать
53	ФСК	0.0142	0.0122	-14%	продавать
54	Татнефть	6.74	5.67	-16%	продавать
55	АвтоВАЗ	1.126	0.90	-20%	продавать
56	Акрон	48.78	35.800	-27%	продавать
57	Калина	52.46	32.00	-39%	продавать

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
UC RUSAL	486 HK	металлургия	1.37	1.90	39%	При текущих ценах на алюминий снижение стоимости бумаг РУСАЛа с начала года выглядит неоправданным. Катализаторами роста для бумаг компании в ближайшие месяцы может стать возвращение практики дивидендных выплат и финансовая отчетность за 2-й квартал, который определено окажется заметно сильнее первых 3-х месяцев года.
Башнефть	BANE	нефть и газ	55.8	74.1	33%	Башнефть одна из немногих нефтяных компаний демонстрирует солидные темпы роста операционных показателей. Кроме того, дополнительными катализаторами роста ее акций может стать движение к большей публичности и потенциальная сделка с ONGC/Русснефтью.
Мечел	MTL	угольная промышленность	24.62	48.6	97%	Котировки коксующегося угля на мировых рынках бьют рекорды, а Мечел является крупнейшим российским экспортером этой продукции, представляющим реальную альтернативу австралийским поставкам для потребителей из стран АТР. Дополнительным драйвером роста котировок Мечела может стать запуск Эльгинского месторождения угля в этом году.
X5	FIVE	розничная торговля	41.62	55.00	32%	Мы продолжаем считать, что коррекция GDR X5 с начала года, не несет в себе достаточных фундаментальных причин. В то же время последние операционные результаты компании воодушевляют.
Vimpelcom Ltd.	VIP US	телекоммуникации	12.98	17.50	35%	В 2011 году может произойти переоценка рынком бумаг VimpelCom Ltd. Компания еще в конце 2010 года значительно увеличила CAPEX и расходы на маркетинг, а также начала менять ценовую политику, что позитивно отразится на ее финансовых результатах на российском рынке. Оглашение стратегии развития, сокращение долга, разрешение вопроса с Djezzy, а также включение акций VimpelCom в европейские индексы MSCI могут стать драйверами роста бумаг оператора уже в текущем году.
ОГК-4	OGK4	электроэнергетика	0.096	0.121	26%	Основные доходы ОГК-4 формируются от продажи электроэнергии (более 70% выручки), что защищает компанию от изменений правил работы на рынке мощности.
ММК	MAGN	металлургия	0.90	1.50	66%	Российский внутренний рынок стали последние месяцы растет с темпами роста более 10% в год, дефицит продуктов с высокой добавленной стоимостью ощущается особенно остро. ММК имеет наибольшую среди российских металлургов долю внутренних поставок и более других выигрывает от этой ситуации.
Распадская	RASP	угольная промышленность	6.52	9.85	51%	В феврале компания представила среднесрочную стратегию развития до 2015 года, предусматривающую полное восстановление добычи от прошлогодней аварии в 2011-2012 гг., выход на рекордные уровни в 2013 году и дальнейший рост к 2015 году. На наш взгляд, выполнить эту стратегию компании вполне по силам и этот факт еще не до конца оценен рынком, в то же время рынок чрезвычайно остро отреагировал на планы ключевых акционеров компании выставить ее на продажу.
Холдинг МРСК	MRKH	электроэнергетика	0.148	0.226	53%	Уровни роста цен на электроэнергию для конечных потребителей, объявленные МЭР в начале июля, не стал столь консервативными, как это предполагалось в апреле. Мы полагаем, что и в сетевом комплексе, нуждающемся в крупных инвестициях, перспективное регулирование будет происходить по более оптимистичному сценарию. Кроме того, стремление властей ограничить уровень инфляции может способствовать ускорению приватизации сетей, что станет потенциальным драйвером роста для отрасли.
ОГК-5	OGKE	электроэнергетика	0.088	0.130	48%	У ОГК-5 уже практически завершена реализация инвестиционной программы, что снижает зависимость ее оценки от ситуации на рынке электроэнергии и мощности и делает бумаги интересными для покупки.

Денис Борисов
Borisov_DV@mmbank.ru

Дарья Козлова
Kozlova_DV@mmbank.ru

Нефть и газ

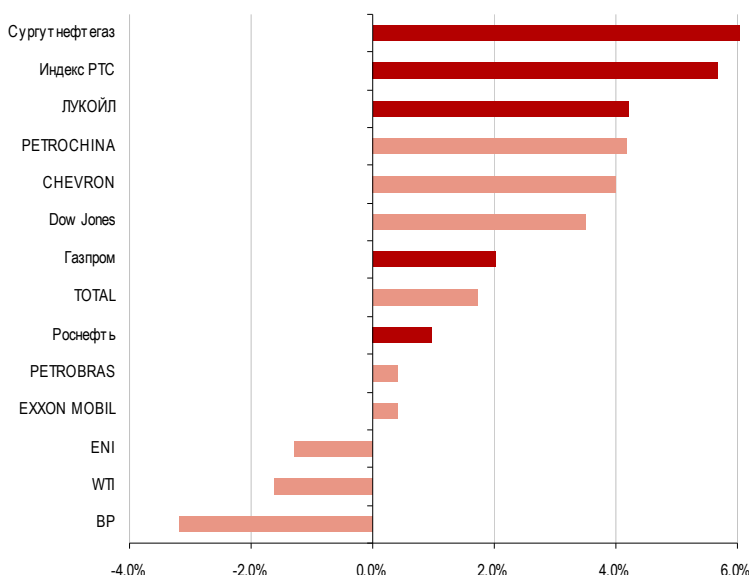
Летний штиль продолжается

Первый месяц лета для нефтегазового сектора выдался достаточно спокойным: даже несмотря на наличие отдельных информационных поводов (например, сохранение квот на добычу нефти странами ОПЕК или решение МЭА о расконсервации около 4 % стратегических запасов сырья) участники рынка не спешили менять свои среднесрочные ориентиры. В результате итоговое изменение котировок WTI, Brent, а также отраслевого индекса за месяц было минимальным (в пределах 4 %). На этом фоне нас порадовали наши июньские фавориты – бумаги Сургутнефтегаза и Газпром нефти, которые чувствовали себя лучше рынка и отчасти реализовали заложенный в них фундаментальный потенциал для роста. Как следствие мы исключаем акции SIBN и SNGS из списка наших ключевых рекомендаций и добавляем в него бумаги Газпрома, которые на фоне сохранения сильного спроса со стороны европейских потребителей выглядят недорого, даже в условиях ожидаемого увеличения налоговой нагрузки. В результате наши июльские предпочтения включают в себя акции ЛУКОЙЛа, Башнефти и Газпрома.

Основные тенденции

В июне ситуация в нефтегазовом секторе выглядела достаточно спокойной: на фоне отсутствия кардинальных изменений на сырьевом рынке и появления каких-либо новых инвестиционных идей активность участников рынка была достаточно невысокой (большинство основных «фишек» закрылось вблизи нулевых значений). Лучше аналогов выглядели акции Сургутнефтегаза, что явилось следствием «эффекта низкой базы» (с начала года динамика капитализации компании по-прежнему находится в отрицательной зоне) и сохранением хорошей динамики по добыче нефти (+2.2 % год-к-году).

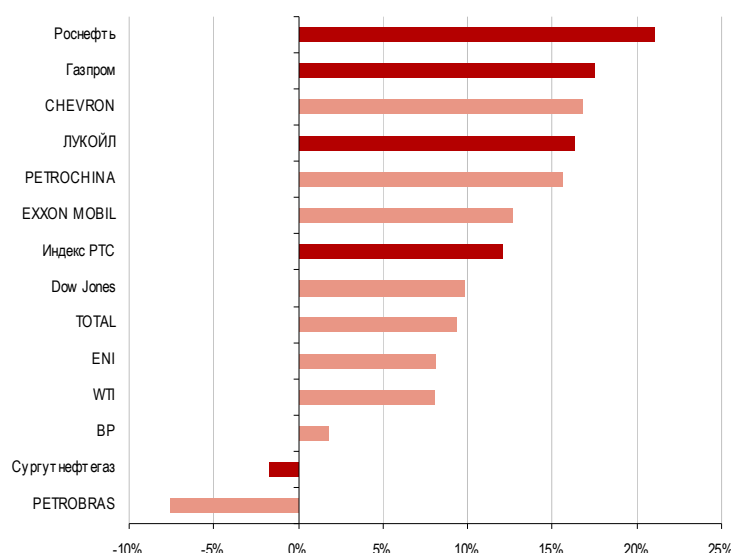
Динамика нефти, индексов и акций нефтегазовых компаний за последний месяц



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

С начала года лидирующие позиции по приросту капитализации по-прежнему занимает Роснефть: акции компании отыгрывают прошлогоднюю слабую динамику, а также возможное проведение SPO 15-25%-ного пакета бумаг ROSN с премией к текущим котировкам. Также рынок по-прежнему надеется на заключение Роснефтью нового стратегического партнерства с кем-либо из мировых majors, которые проявляют интерес к работе на российских шельфовых greenfields.

Динамика нефти, индексов и акций нефтегазовых компаний с начала года



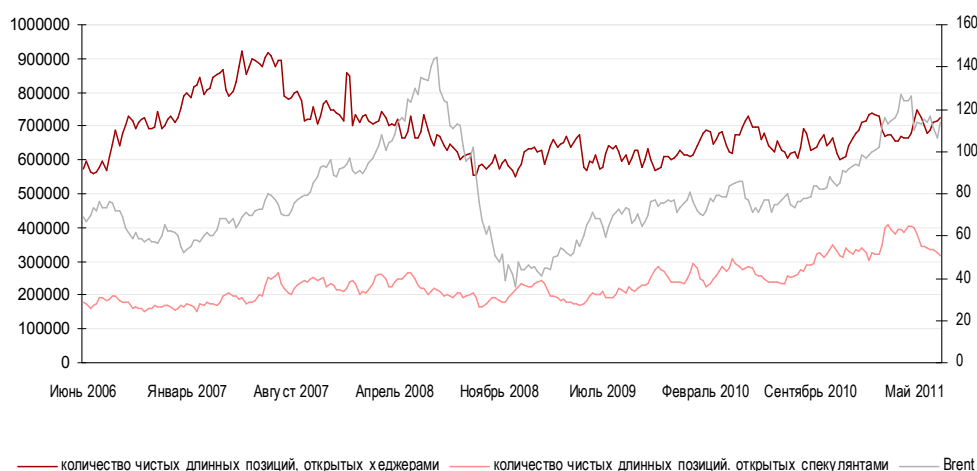
Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В прошлом месяце основной интерес инвесторов вызвало очередное собрание представителей стран-членов ОПЕК, которое впервые за 20 лет обошлось без финального соглашения на фоне разногласий относительно целесообразности увеличения размера квот (24.85 млн барр. в сутки). Главным инициатором увеличения добычи (+1.5 млн баррелей в сутки) выступила Саудовская Аравия, что неудивительно, именно в этой стране существует максимальный объем свободных производственных мощностей (порядка 5 млн баррелей в сутки), при этом с докризисных уровней страна сократила добычу с 9.5 до 8.8 млн баррелей в сутки, утратив лидирующие позиции в мире. Впрочем, даже если бы члены ОПЕК согласились увеличить объем квот, то это не оказало бы существенного влияния на текущее соотношение спроса и предложения на рынке: в настоящее время превышение фактической добычи над установленным уровнем достигает 5 млн баррелей в сутки.

На этом фоне опасение очередного похода нефтяных котировок к новым максимумам и отсутствие подвижек в разрешении ливийского конфликта вынудили МЭА пойти на экстраординарный шаг и распечатать стратегические запасы в размере около 60 млн баррелей (около 4 % от суммарного объема) для компенсации выпавшей ливийской добычи. Отметим, что МЭА с 1974 года распечатывала свои стратегические запасы лишь дважды: во время войны в Персидском заливе в 1991 году, и в 2005 г. во время остановки добычи на целом ряде платформ в Мексиканском заливе из-за урагана «Катрина». Решение МЭА оказало краткосрочное негативное влияние на котировки нефти, однако рынок достаточно быстро «вспомнил» о том, что суммарная доля запасов МЭА в общемировом балансе не превышает 5 % от годового мирового потребления, а значит, возможности этой организации по оказанию долгосрочного влияния на рынки являются крайне ограниченными.

Также следует отметить разочаровывающую порцию статистики из Китая — основного маржинального потребителя нефти последних лет (так, в 2010 году потребление нефти в КНР выросло на 10.4 % до 9 млн баррелей в сутки). Июньский PMI в стране снизился до 50.9 (минимум с февраля 2009 года). При этом к концу июня уровень загрузки крупнейших китайских НПЗ снизился до 78 % (минимумы прошлого года). Таким образом, тот факт, что даже в условиях влияния краткосрочных негативных факторов котировки Brent по-прежнему находятся выше \$ 110 за баррель, является весомым свидетельством в пользу сохранения высоких цен на нефть. Хорошей иллюстрацией сильных позиций покупателей на рынке является приведенный ниже график: на фоне плохих новостей некоторая часть спекулянтов поспешила зафиксировать свои длинные позиции, однако никаких резких движений со стороны хеджеров не последовало. Впрочем, этот факт трудно назвать удивительным, ведь производители прекрасно понимают, что даже при условии полного замещения выбывших ливийских поставок спрос на нефть по-прежнему превышает предложение (по данным BP в 2010 году — на 6.5 %). А значит, пока мы не видим никаких оснований для пересмотра наших ценовых прогнозов по нефти (сорт Brent на ближайшие годы: 2011 — \$ 110/bbl, 2012 — \$ 105/bbl, 2013 — \$ 100/bbl, 2014 и далее — \$ 95 за баррель).

Динамика чистых длинных позиций спекулянтов и хеджеров на NYMEX



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Внутри РФ основное внимание рынка было обращено не на нефтяной, а на газовый сектор, и в первую очередь на традиционные пресс-конференции Газпрома, в ходе которых был сделан ряд обнадеживающих заявлений. В частности, глава концерна Алексей Миллер заявил, что уже в следующем году Газпром может выйти на докризисный уровень экспортных потоков (порядка 160 млрд куб. метров чистого экспорта, в 2009-10 гг. – около 140 млрд куб. м) на фоне сохранения высокого спроса со стороны потребителей. С начала года статистика, действительно, выглядит обнадеживающей: прирост за 5 месяцев 2011 г. составил 22 % к уровню прошлого года, однако нельзя не отметить и тревожных сигналов. К примеру, исходя из данных Gas Infrastructure Europe на данный момент в Германии (один из основных потребителей Газпрома) ПХГ уже заполнены на 80 % по сравнению с 67 % годом ранее, т.е., по всей видимости, в первом полугодии европейские потребители увеличивали объем закупок российского газа на фоне ожидаемого роста контрактных цен к концу года. Также негативное влияние на будущие денежные потоки концерна может оказать грядущее повышение НДС на газ для Газпрома (с нынешних 237 руб. за тыс. куб. метров до 509 руб. за тыс. кубометров в 2012 году, 582 руб. - в 2013 году, 622 руб. - в 2014 году). По нашим оценкам, если данная схема будет реализована, то по сравнению с нынешним годом налоговая нагрузка на Газпром может вырасти в 2012 г. примерно на \$ 4.8 млрд или порядка 8 % от ожидаемого показателя EBITDA концерна, в 2013 – на \$ 6.5 млрд (11 % от EBITDA), в 2014 – на \$ 7.5 млрд (12 % от EBITDA). С учетом того, что рост внутренних цен на газ в РФ также может быть ограничен (на размер инфляции), то общий объем выпадающих доходов и увеличившихся расходов только в следующем году может достигнуть \$ 7 млрд (порядка 11 - 13 % от показателя EBITDA), а в последующие годы – еще больше. Как бы то ни было, в настоящее время после коррекции бумаги GAZP с фундаментальной точки зрения выглядят достаточно привлекательными (потенциал роста, по нашим оценкам, составляет около 20 %), и мы вновь включаем акции Газпрома в список наших ключевых рекомендаций по сектору.

Ключевые рекомендации

Нашими фаворитами в настоящий момент являются Башнефть, ЛУКОЙЛ и Газпром

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

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

Газпром. Основными драйверами роста котировок GAZP могут стать: сохранение высокого спроса на газ в ЕС, достижение договоренностей о началах поставок газа в КНР и возможный отказ Правительства РФ от планов по ограничению темпов роста внутренних тарифов на газ.

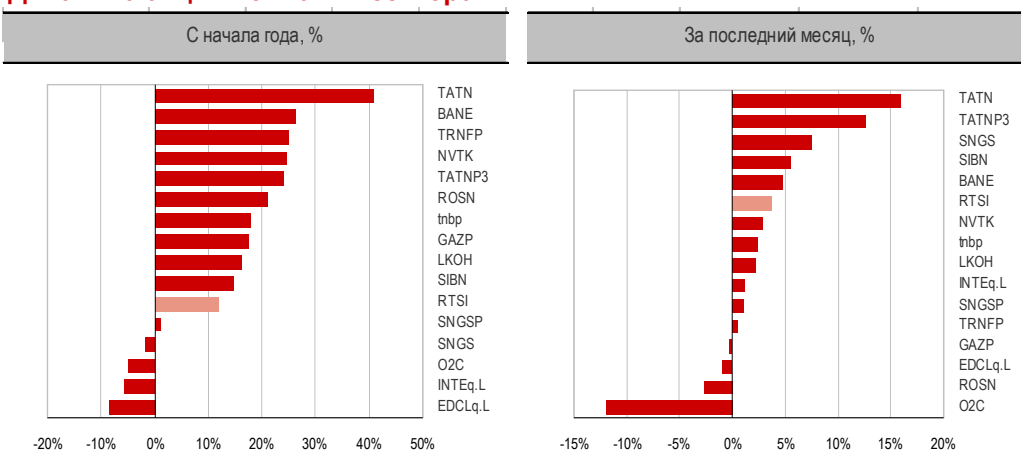
Основные рекомендации

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Нефть и газ									
Газпром	GAZP	7.4	175 721	5.8	1.5	3.8	8.7	17%	покупать
Роснефть	ROSN	8.7	91 786	6.8	1.2	4.4	8.7	1%	держать
Лукойл	LKOH	66	51 505	4.3	0.4	3.0	79	20%	покупать
ТНК-ВР	tnbp	3.2	48 065	5.9	0.9	4.2	3.0	-7%	продавать
Сургутнефтегаз	SNXS	1.04	37 042	4.8	0.5	2.0	1.14	10%	держать
НОВАТЭК	NVTK	13.7	41 534	22.2	7.6	16.2	12.5	-8%	продавать
Газпром нефть	SIBN	4.8	22 694	4.9	0.6	3.3	5.3	10%	держать
Татнефть	TATN	6.7	14 019	7.2	0.8	5.0	5.7	-16%	продавать
Башнефть	BANE	56	9 497	6.8	0.7	3.3	74	33%	покупать
Привилегированные акции									
Транснефть п.	TRNFP	1 535	10 183	1.7	1.1	1.8			
Сургутнефтегаз п.	SNGSP	0.52	3 991				0.63	22%	покупать
Татнефть п.	TATNP3	3.5	511				3.0	-12%	продавать
Нефтесервис									
БК Евразия	EDCLq.L	30	4 362	9.5	1.4	6.0	33	10%	держать
Интегра	INTEq.L	3.4	614	9.0	0.6	4.1	4.4	32%	покупать
С.А.Т. oil	O2C	10	467	9.2	0.9	4.2	12.4	30%	покупать

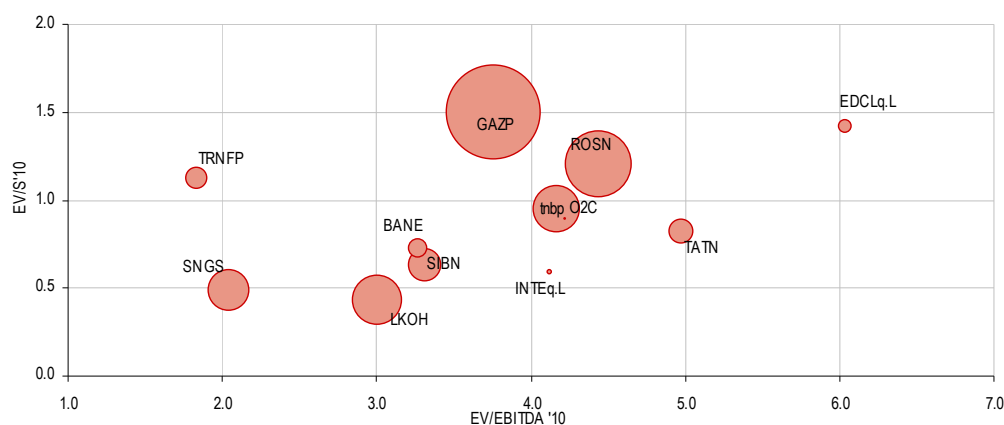
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2010	2011	2012 П	2010	2011 О	2012 П	2010	2011 О	2012 П
Нефть и газ									
Газпром	118 439	136 010	148 476	45 283	54 220	53 381	27 094	30 074	32 048
Роснефть	63 047	86 489	85 841	19 096	23 525	18 738	10 400	13 554	9 617
Лукойл	104 956	139 464	135 405	15 687	20 002	18 755	9 006	11 892	10 674
ТНК-ВР	41 113	54 544	55 432	9 944	12 411	11 335	6 540	8 200	7 189
Сургутнефтегаз	31 705	43 033	40 969	7 488	10 284	8 915	5 575	7 721	6 545
НОВАТЭК	3 852	5 720	6 943	1 871	2 689	3 251	1 334	1 871	2 260
Газпром нефть	32 772	44 229	44 493	6 277	8 444	7 281	3 148	4 671	3 754
Татнефть	15 411	20 879	20 593	2 522	3 442	3 735	1 537	1 950	2 110
Башнефть	13 341	15 630	15 455	2 960	3 468	3 052	1 405	1 395	1 223
Привилегированные акции									
Транснефть п.	14 010	16 235	16 235	8 960	9 941	9 941	5 186	5 844	5 844
Нефтесервис									
БК Евразия	1 812	2 924	3 000	436	685	700	207	459	467
Интегра	794	1 198	1 291	95	170	183	-41	68	88
С.А.Т. oil	304	468	479	75	99	111	26	51	61

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Юрий Волков, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Металлургия

Начало лета вселяет оптимизм!

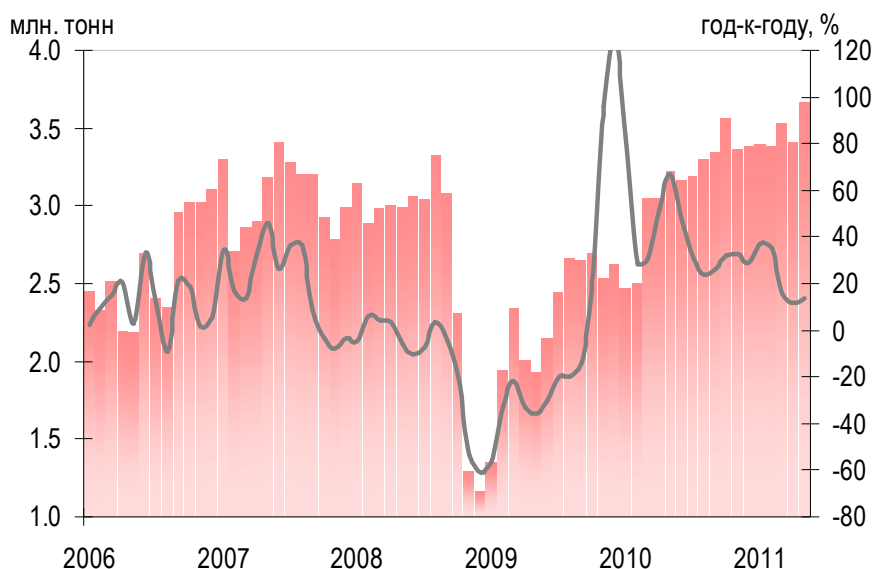
Мы по-прежнему считаем, что вероятность дальнейшего улучшения ситуации на рынке стали достаточно велика. Определенный оптимизм в нас вселяет наметившееся в последние недели сокращение биржевых запасов большинства цветных металлов. Наше отношение к большинству бумаг металлургического сектора на этом фоне остается крайне благоприятным.

Основные тенденции

В прошлом месяце мы писали, что целый ряд факторов заставляет нас считать, что шансов на рост бумаг металлургического сектора в июне значительно больше, чем на их снижение. Хотя динамику акций металлургов за последний месяц сложно назвать слишком уж выдающейся, действительность в целом не обманула наших ожиданий – цены на сталь в июне были относительно стабильны, а большинство бумаг металлургического сектора по итогам месяца прибавили в цене. Спустя месяц после начала лета – периода наиболее активного потребления стали – мы остаемся оптимистами относительно дальнейшего улучшения ситуации на рынке металлопродукции, ведь основные факторы роста не разочаровывают, а именно:

1. **Внутренний рынок стали РФ** продолжает демонстрировать впечатляющие темпы роста. Насколько мы можем судить по производственной и таможенной статистике, внутреннее потребление металлопроката в РФ в мае было рекордным за новейшую историю рынка, увеличившись на 14 % год-к-году (за январь-май прирост составил 22 %). Доля экспорта в общем объеме производства российского проката за последние 12 месяцев упала до рекордно низких 42 %, а без учета полуфабрикатов – до менее 25 %.

Видимое потребление металлопроката в РФ



Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

У внутреннего рынка существуют мощные драйверы для дальнейшего роста связанные как с общим состоянием основных отраслей потребителей проката в РФ (трубной промышленности, машиностроения, строительства), так и с целевыми мега-проектами, реализация которых уже происходит или начнет происходить в ближайшие годы (Сочи-2014, саммит АТЭС, масштабное инфраструктурное строительство и переезд административных органов в Москве, ЧМ-2018). На этом фоне перспективы российских металлургических компаний, продающих внутри России наиболее дорогую и премиальную продукцию, представляются все более благоприятными.

2. Ситуация в Китае – не блестящая, но беспокойства не вызывает.

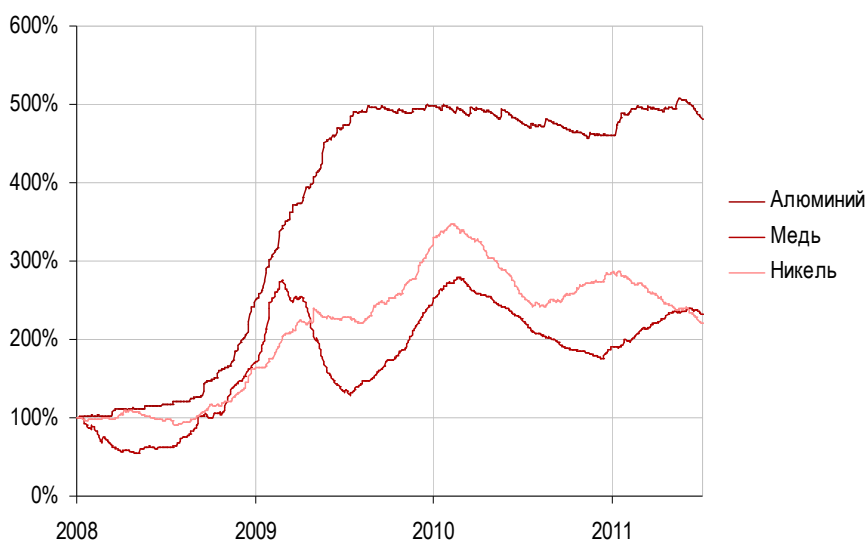
Ужесточение денежно-кредитной политики в Китае в последние месяцы вызвало вполне обоснованное беспокойство тем, что темпы экономического роста в этой стране вообще и темпы увеличения потребления металла в частности могут существенно замедлиться. Впрочем, ужесточение монетарной политики в КНР, судя по последним заявлениям руководства страны, уже близится к концу, а потребление стали в «Поднебесной» продолжает расти достаточно высокими темпами (+8 % год-к-году в мае, столько же в январе-мае с.г.), оставляя мало места для экспорта и сохраняя потребности Китая в импортном сырье на высоком уровне.

3. Запасы цветных металлов вновь снижаются.

В цветной металлургии, тем временем, на оптимистичный лад нас настраивает динамика изменения биржевых запасов ключевых металлов. Отметим, несмотря на то, что уровень запасов всех основных металлов LME все еще кратно выше докризисного, в последние месяцы наметилась достаточно четкая тенденция к их снижению. Так, запасы алюминия упали до минимума с начала года, а без учета аннулированных вариантов (т.е. приготовленных к вывозу запасов) – до минимума за 2 года, запасы никеля находятся на минимуме с весны 2009 года, меди – на минимуме за 2.5 месяца.

Сокращение запасов на LME позволяет предположить, что, несмотря на некоторое снижение мировой экономической активности во 2-м квартале с.г., рынки основных металлов находятся в состоянии дефицита, который может лишь усилиться во 2-м полугодии в случае, если экономический рост в мире активизируется.

Запасы металлов на LME



Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

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

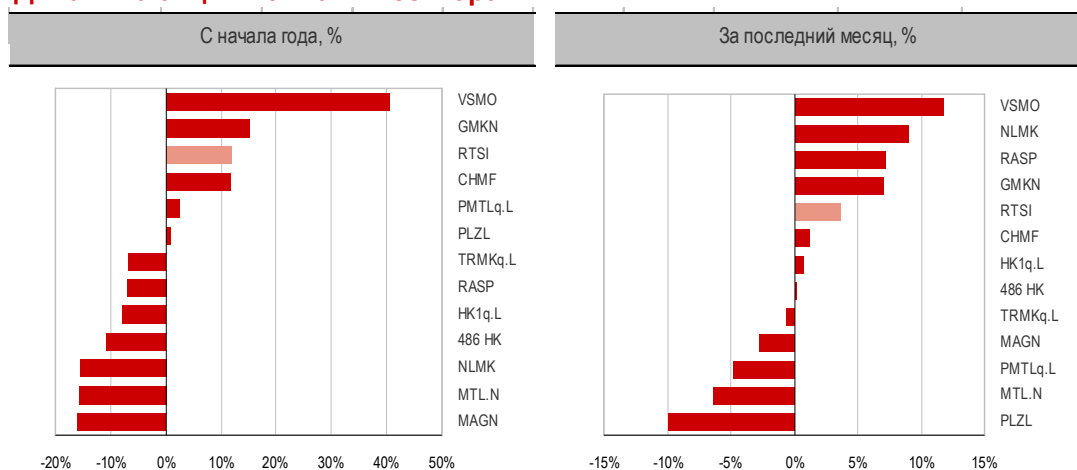
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Черная металлургия									
НЛМК	HK1q.L	4.00	24 001	10.7	1.7	7.1	4.12	3%	держать
Северсталь	NLMK	18.9	19 087	6.8	1.4	4.8	23.9	26%	покупать
Евраз Групп	CHMF	33.1	14 494	8.9	1.0	6.2	44.8	35%	покупать
ММК	MAGN	0.90	10 111	10.4	1.1	5.3	1.50	66%	покупать
Цветная металлургия									
Норильский Никель	GMKN	270	51 530	9.5	2.9	6.3	250	-8%	продавать
РУСАЛ	486 HK	1.4	20 809	7.0	2.5	9.7	1.9	39%	покупать
Полюс Золото	PLZL	63.3	11 283	20.8	5.1	12.3	70.7	12%	держать
Полиметалл	PMTLq.L	19.0	6 596	10.5	4.3	8.1	21.6	14%	держать
ВСМПО	VSMO	164	1 893	21.3	2.3	9.7	157	-4%	продавать
Угольные компании									
Мечел	MTL.N	24.62	10 249	6.7	1.4	5.9	48.6	97%	покупать
Распадская	RASP	6.52	5 091	10.6	4.6	6.8	9.9	51%	покупать
Трубная промышленность									
ТМК	TRMKq.L	19.23	4 162	12.1	1.3	7.2	20.2	5%	держать

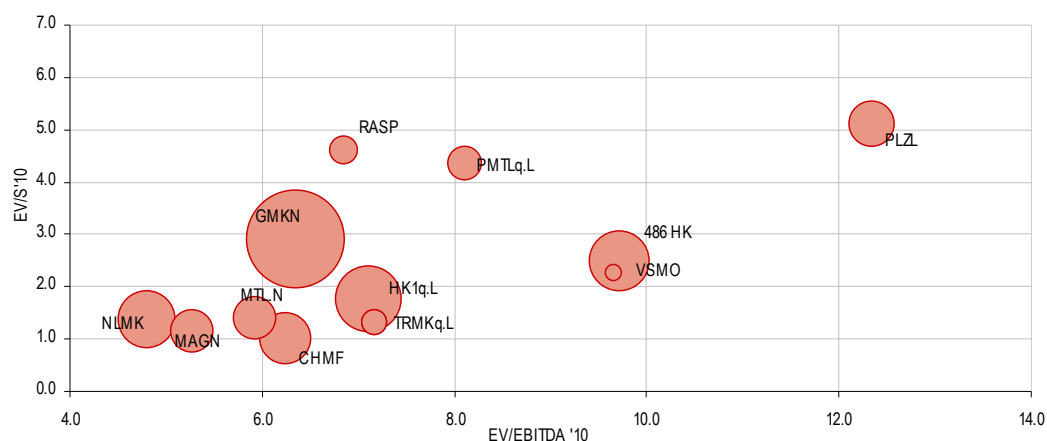
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2010	2011	2012 П	2010	2011 О	2012 П	2010	2011 О	2012 П
Черная металлургия									
НЛМК	8 351	14 693	18 885	2 349	3 614	4 305	1 329	2 243	2 653
Северсталь	13 573	17 114	19 197	3 263	4 834	5 393	-577	2 821	3 329
Евраз Групп	13 394	21 509	23 574	2 350	3 463	3 885	548	1 635	2 205
ММК	7 716	11 478	13 575	1 603	2 478	3 050	254	973	1 407
Цветная металлургия									
Норильский Никель	15 214	16 908	18 370	7 317	7 762	7 418	5 231	5 408	5 240
РУСАЛ	10 979	12 990	14 429	2 597	3 323	3 805	2 867	2 961	3 491
Полюс Золото	1 711	2 182	2 057	717	901	663	332	544	370
Полиметалл	925	1 701	1 789	429	910	843	250	630	574
ВСМПО	854	1 106	1 593	136	260	474	-14	89	273
Угольные компании									
Мечел	9 746	13 073	15 043	2 018	3 066	3 420	648	1 523	1 779
Распадская	706	1 107	1 743	332	742	1 304	245	483	912
Трубная промышленность									
ТМК	5 578	5 962	6 695	942	1 098	1 307	104	345	546

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Михаил Лямин
Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Электроэнергетика

Новый сценарий роста цен на электроэнергию

В начале июля были объявлены новые прогнозы МЭР по динамике цен естественных монополий. Министерство в качестве основного сценария будет рекомендовать правительству в ближайшие три года ограничить рост тарифов на уровне 7-11 %. В случае утверждения данных уровней как основных, рынок акций энергокомпаний получит хороший драйвер роста, так как ранее рынок закладывал в их оценку гораздо более скромные темпы роста.

Начало июня стало удачным для акций энергетических компаний. Среди лидеров роста оказались практически все акции, рекомендуемые нами в качестве ключевых идей в июньской стратегии (ИнтерРАО, ОГК-4, МРСК Холдинг). В данной стратегии мы сохраняем ключевые рекомендации без изменений.

Основные тенденции

В начале июля МЭР озвучило свои предложения по динамике цен на электроэнергию для конечных потребителей. В качестве основного варианта рассматривается средний рост цен в 2012-2014 гг. на уровне 10 %. Причем, с учетом более жестких ограничений для компаний сетевого комплекса (в среднем 5 % в год), рост цен для генерации может составить более 12 %.

Сценарии роста цен на электроэнергию

	2011 О	2012 П	2013 П	2014 П
Апрельский вариант				
Базовый	13-15	12-14	11-14	13-15
в т.ч сетевые компании		14-15	17-18	16-17
Текущее предложение				
Основной		10-11	7-10	9-11
в т.ч сетевые компании		4-6	4-6.5	4-6.5
Альтернативный	13-16	7-9	5-8	6.6-8
в т.ч сетевые компании		4-6	4-6.5	4-6.5

Источники: МЭР, Интерфакс, Аналитический департамент БМ

Помимо основного сценария МЭР предлагает еще два. Первый – альтернативный – предусматривает резкое ограничение роста цен на уровне 5-9 %. Второй – немного скорректированный апрельский вариант – будет предложен, в случае если ни основной, ни альтернативный вариант не устроит Правительство.

Опасения относительно ограничения цен на электроэнергию – основной фактор, ограничивающий привлекательность сектора. По нашему мнению, подготовленный альтернативный сценарий является ответом на вопрос премьер-министра РФ Владимира Путина о влиянии на экономику альтернативных сценариев роста тарифов естественных монополий.

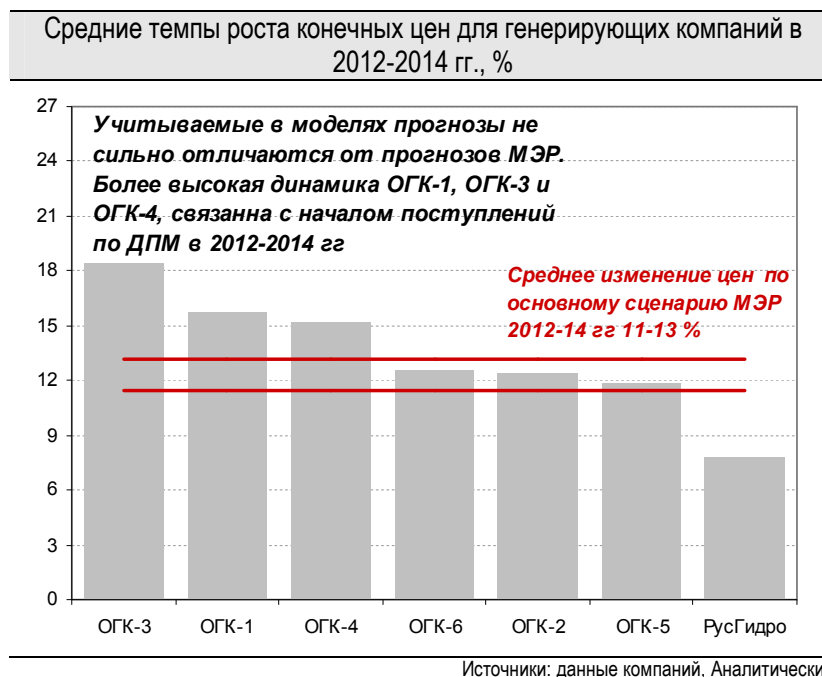
В данной связи мы склонны полагать, что основной сценарий так и останется базовым уровнем для регулирования отрасли.

Таким образом, динамика цен на электроэнергию будет не сильно отличаться от объявленных в начале года 15 %, в то время как исходя из динамики акций сектора с начала года, рынок закладывал в оценку стоимости акций более консервативные ожидания. В связи с этим официальное утверждение основного сценария станет серьезным драйвером роста акций отрасли. Впрочем, мы бы разделили влияние новости на генерирующие и сетевые компании.

Влияние на генерирующие компании

Мы полагаем, что новый, наиболее позитивный эффект может оказать влияние на акции генерирующих компаний. Сокращение предельных уровней, относительно ориентиров начала года – 15 %, окажется не значительным. Параллельно МЭР предлагает сократить годовые темпы роста цен на газ, которые будут повышаться дважды в год. Так как основное влияние на ограничение роста конечных цен на электроэнергию окажет сокращение тарифов компаний

сетевого комплекса, генерирующие компании в ближайшие два года по основному сценарию могут рассчитывать на среднегодовой прирост отпускных цен на 11-13 %, что в целом довольно близко к нашим прогнозам и январским ожиданиям рынка. Таким образом, в случае принятия новых прогнозов МЭР за основные, акции генерирующих компаний вполне могут начать движение к уровням начала года.



В случае с рынком мощности последние новости все больше указывают на переход к объединению мощности и электроэнергии, при котором цена первой определяется стоимостью последней. Принятие новых правил снизит волатильность маржи генераторов. Новые правила лишат возможности эффективных генераторов продолжать наращивать маржу, тем не менее, и ее сокращения также не произойдет.

Влияние на сетевые компании

В соответствии с предложенными прогнозами сетевые компании, как и озвучивалось в начале года, стали основными источниками удержания роста конечных цен на электроэнергию. Министерство рекомендует приблизить темпы роста тарифов сетей к инфляции (4-6 % в 2012 г., 4-6.5 % в 2013 и 2014 гг.), что заметно хуже динамики тарифов генерирующих мощностей. Более того, значительной составляющей тарифа МРСК является плата за услуги ФСК, индексация стоимости которых в апреле была утверждена на уровне 26 или 2 % в конечной цене электроэнергии.

Опыт предыдущих лет регулирования показывает, что в качестве основных механизмов снижения темпов роста тарифов сетевых компаний использовался метод сглаживания (перенос части необходимых доходов на более поздний период) и удлинения периода регулирования. Тем не менее, в текущих условиях, применяя вышеуказанные методы, достичь уровней ограничений нам представляется крайне сложно. По нашим оценкам, удлинение срока регулирования до 7 лет, что активно обсуждалось в апреле, приведет к снижению средних темпов роста тарифа компаний Холдинга МРСК до 7.8 %. Применение механизма сглаживания приведет к тому, что к окончанию текущего периода регулирования тарифы вновь будут расти более чем по 10 % в год, а по отдельным наиболее проблемным компаниям (Ленэнерго, МРСК Северо-Запада) к 15-16 %. Для выполнения указанных МЭР условий сетевые компании будут вынуждены прибегнуть к существенному сокращению инвестиционных программ, что, хотя и учитывалось при составлении прогнозов МЭР, по нашему мнению, крайне маловероятно. Мы полагаем, что более реальным может стать ускорение приватизации сектора, что позволит привлечь средства на финансирование инвестпрограммы и, таким образом, сократить необходимость возврата инвестиции через тариф. Мы полагаем, что в текущих условиях наиболее вероятными кандидатами на публичное размещение акций являются ФСК и Холдинг МРСК.

Прогнозы МЭР довольно часто являются консервативными, в связи с чем мы полагаем, что реальные ограничения окажутся более высокими. Кроме того, так как официально прогноз МЭР не публиковался, вполне возможно, что указанные ограничения являются не абсолютной

величиной, а влиянием сетевой составляющей на общий тариф. В этом случае, рост тарифов МРСК вполне может соответствовать 11-17 %! Снижение же тарифов, как и годом ранее, пройдет за счет рыночных механизмов без кардинального изменения метода и методологии регулирования. Кроме того, ускорение приватизации сектора, которую мы также ожидаем, может стать мощным драйвером его роста. Тем не менее, не стоит забывать про возможные риски и реализацию всего потенциала, мы полагаем, лучше ожидать в крупнейших компаниях сектора.

Ключевые рекомендации

В прошлой стратегии мы обратили внимание на удачный момент входа в сектор, в качестве основных рекомендаций мы выделили акции ОГК-4, ОГК-5, Холдинг МРСК и ИнтерРАО. Месяц оказался удачным для рынка энергетических компаний, в среднем, по нашим рекомендациям, котировки выросли на 10 %, при росте индекса РТС на 3.7 %.

Несмотря на подъем рынка акций энергетических компаний в июне мы сохраняем позитивный взгляд на сектор, полагая, что по мере приближения осени должны быть практически полностью определены параметры будущего регулирования. Тем не менее, в качестве ключевых рекомендаций мы сохраняем ОГК-4 и ОГК-5, по нашему мнению, наиболее защищенных в случае негативного сценария развития отрасли, а также ИнтерРАО и Холдинг МРСК. Кроме того, обращаем внимание, что в середине июля должны появиться результаты оценки активов вносимых в качестве оплаты новой доэмиссии РусГидро. Оценка активов снимет неопределенность и вернет интерес в бумаги компании.

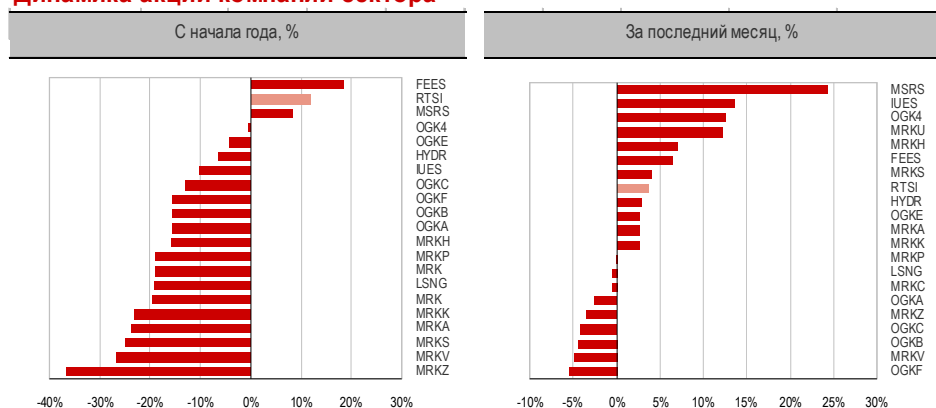
Основные рекомендации

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Генерация электроэнергии									
РусГидро	HYDR	0.050	14 602	8.7	2.5	4.9	0.066	31%	покупать
ОГК-4	OGK4	0.10	6 042	18.5	2.7	10.9	0.12	26%	покупать
Интер РАО	IUES	0.0014	13 700	106.3	4.8	33.4	0.0018	29%	покупать
ОГК-5	OGKE	0.09	3 117	11.4	1.7	7.1	0.13	48%	покупать
ОГК-3	OGKC	0.049	2 311	84.4	0.6	9.6	0.063	29%	покупать
ОГК-2	OGKB	0.050	1 624	10.7	1.0	6.4	0.081	63%	покупать
ОГК-1	OGKA	0.033	2 190	29.1	1.0	10.2	0.052	55%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.040	1 286	56.0	0.7	10.7	0.042	5%	держать
Электросети									
ФСК	FEES	0.014	17 872	15.8	2.8	5.0	0.012	-14%	продавать
Холдинг МРСК	MRKH	0.15	6 065	4.2	0.6	3.3	0.23	53%	покупать
МОЭСК	MSRS	0.06	2 880	7.1	1.0	4.0	0.07	20%	покупать
МРСК Центра	MRKC	0.04	1 513	3.9	0.7	2.8	0.05	31%	покупать
МРСК ЦП	MRKP	0.008	908	6.1	0.5	3.1	0.014	71%	покупать
МРСК Волги	MRKV	0.004	771	3.4	0.5	2.1	0.008	74%	покупать
МРСК Урала	MRKU	0.009	773	13.3	0.4	3.7	0.014	56%	покупать
МРСК Сибири	MRKS	0.008	675	9.2	0.4	3.3	0.012	52%	покупать
Ленэнерго	LSNG	0.69	638	3.7	0.7	2.5	1.20	74%	покупать
МРСК СЗ	MRKZ	0.005	449	15.1	0.4	3.1	0.010	122%	покупать
МРСК Юга	MRKA	0.004	223	отр.	0.7	4.3	0.006	45%	покупать
МРСК СК	MRKK	4.4	131	4.0	0.5	1.9	8.5	91%	покупать

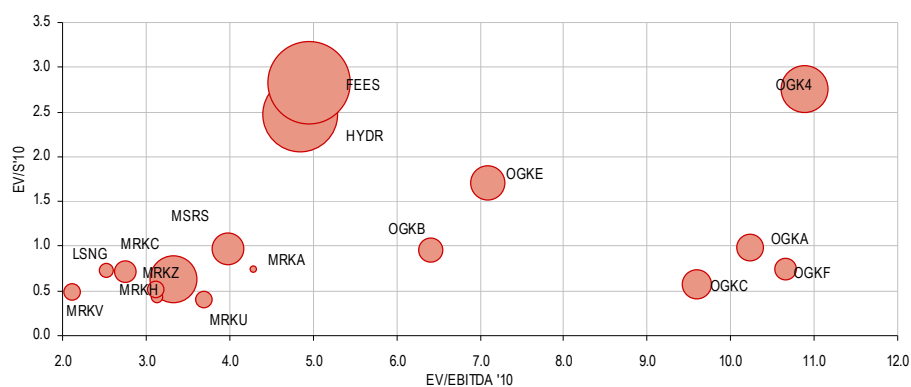
Финансовые показатели компаний сектора

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

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Максим Кошелев
Koshelev_ME@mmbank.ru

Банковский сектор

Пора ускоряться

Российские банки показали неплохой рост после двух месяцев снижения, воспользовавшись привлекательными ценовыми уровнями, хорошим новостным фоном и финансовыми результатами. Полученные по итогам месяца ценовые уровни частично перебивают аппетит к покупкам, но вера в рост рынка и существующие идеи в отдельных бумагах (мы, конечно, главным образом имеем ввиду Сбербанк) позволяют с прежним интересом смотреть на банковский сектор. С фундаментальной точки зрения он смотрится все более привлекательно. Кроме того, одним из главных бенефициаров разрешения ряда наболевших проблем глобальной экономики также с высокой вероятностью станет банковский сектор за счет реализации потенциала, сформированного ранее более слабой динамикой акций банков по отношению к рынку.

Основные тенденции

Движение на отчетности и новостях

Прошедший месяц с момента публикации прошлой стратегии оказался весьма успешным для ряда банков, хотя в целом банковский сектор не показал достаточной силы по сравнению с рынком. Тяжеловесом, потянувшим за собой банковский сектор, ожидаемо стал **Сбербанк**, который находился в центре внимания благодаря запуску программы АДР в Лондоне и Франкфурте. Начало торгов бумагами госбанка в финансовой столице Европы прошло оживленно, что подстегнуло спрос и на локальном рынке (потенциально расписки должны привлечь те слои инвесторов, которые не могли по объективным причинам инвестировать в локальные акции // кстати пришло новость о поручении Президента к осени отменить ограничения на размещение российских эмитентов за рубежом). Но до приватизации осенью предстоит разяснить множество вопросов: даты и ценовые уровни, участие стратегических инвесторов и выкуп акций с рынка и т.д. Сейчас ясно, что размещаться будет весь 7,58%-ный пакет, и для продажи «по максимуму» его будут предлагать в вышеуказанных городах, Париже и Москве (Нью-Йорк пока в этот список не входит). Также ряду фондов было предложено приобрести 5%-ый пакет, в т.ч. китайскому CIC, а road-show состоится в августе-сентябре. Постепенное раскрытие этой информации, особенно в части высокой оценки банка и предотвращения «просадки» котировок от избыточного предложения, будет во многом определять динамику акций Сбербанка

Из прочих позитивных новостей стоит выделить высокие результаты банка за 5 месяцев по РСБУ и такой же по качеству прогноз на июнь, хотя этим уже никого не удивишь. Прогноз менеджмента по годовой прибыли в очередной раз повысился теперь уже до 250-270 млрд руб., что по-прежнему ниже прогноза аналитиков. Также стало известно об организации Сбербанком совместного с BNP Paribas бизнеса в розничном PoS-кредитовании, о развитии программ кредитования малого бизнеса, о возможной покупке международного подразделения австрийской группы Oesterreichische Volksbanken – все это лишнее подтверждение, что «Слон» не намерен останавливаться на достигнутом ни на отечественном, ни на европейском рынках.

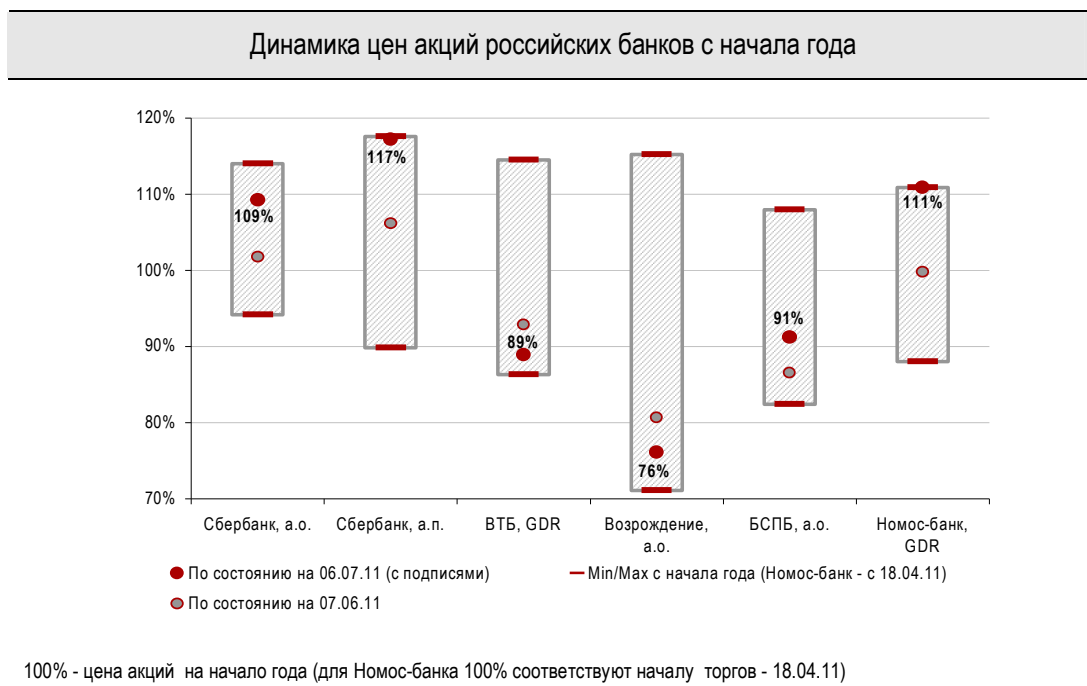
Что касается **привилегированных акций Сбера**, то после озвученной Г. Грефом в начале июня возможности перехода на единую акцию спрэд между двумя бумагами сократился с 32.4% до 23.1% (минимальное значение за последний год). Поддержку новому уровню спреда оказали также покупки «префов» в начале июля на фоне спроса на АДР, что позволило бумагам вернуться к годовому максимуму. Мы считаем более вероятным расширение спреда вновь (перспективы конвертации в обозримом будущем ничтожны, а других предпосылок сокращения не было).

Акции банка Санкт-Петербург также выросли за месяц, хотя остаются ниже уровня начала года. Кроме позитивной отчетности за I квартал по МСФО главной новостью по данному эмитенту стала будущая допэмиссия обыкновенных акций объемом 8.5% с ценой размещения 146.6 руб. Объем до 2.75 млрд руб. (6%-ый пакет) выкупит ЕБРР, при этом БСПБ «в ответ» погасит субординированный кредит на эквивалентную сумму. Экономия на процентах и потенциальное появление стратегического акционера были радушно восприняты рынком (цена поднималась до 150 руб., хотя уже несколько «остыла» после «затишья»). По-прежнему существует вероятность

размещения в Лондоне в ноябре GDR на существующие акции банка объемом порядка 10%, если неизвестный акционер все же решит выйти из капитала банка – потенциал повышения ликвидности.

GDR Номос-банка продемонстрировали лучшую динамику за месяц. Видимо, в совокупности сказались хорошая отчетность за I квартал по МСФО, яркий прогноз менеджмента по 30%-ному росту кредитного портфеля за год и привлечение интереса к российскому банковскому сектору размещением ADR Сбербанка в Лондоне (обращающиеся там же расписки Номоса в тот же день прибавили 7.5%). Совладелец банка А. Невис также заявлял, что банк планирует поглощения региональных банков и для этого не будет привлекать дополнительный капитал. Акции Номос-банка представляют интерес, если ставить на выполнение прогнозов менеджмента (весьма желательна «просадка» акций).

Акции ВТБ несколько потеряли в цене из-за ситуации вокруг Банка Москвы. Хуже всех чувствует себя **Банк Возрождение**: за прошедший месяц обыкновенные акции банка приблизились к минимумам года. В целом, фундаментально банк малоинтересен на фоне более солидно выглядящих коллег из middle caps.



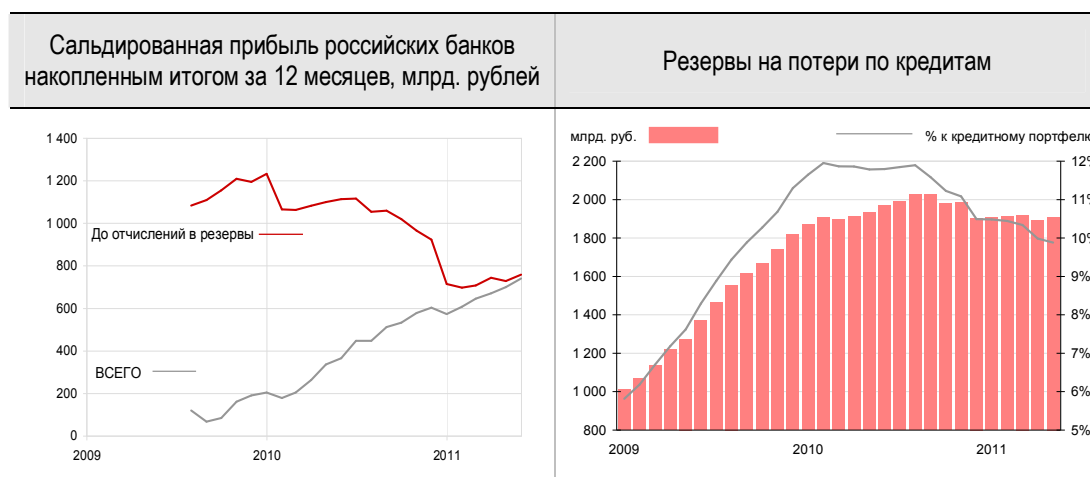
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Фундаментальная сила банковского сектора

Российские банки продолжают демонстрировать хорошие результаты с тенденцией к увеличению. Розничный кредитный портфель за май вырос на рекордные для посткризисного периода 3.1% (22.9% г-к-г // прогноз годового роста = 20%), корпоративный портфель в плюсе на солидные 1.9% (16.6% г-к-г // прогноз годового роста = 16%). Возможно, что по итогам года рост совокупного кредитного портфеля приблизится к прогнозу ЦБ – 20% (пока только 18% г-к-г). Печалит тот факт, что данный рост сопровождается дальнейшим снижением средней ставки по кредитам нефинансовым организациям сроком до 1 года: в мае она опустилась на 0.3 п.п. до 8% годовых, при этом ставка по вкладам физ. лиц осталась без изменений на уровне 5,1%. Объем последних растет крайне медленно – только 0,5% за май.

Отметим рост «просрочки» в абсолютном и относительном выражении (на 2,5% за месяц), что повлекло чистое создание резервов на 20 млрд руб. С другой стороны, тенденция к снижению нормы резервирования продолжилась – показатель опустился ниже 10% впервые с сентября 2009 года. Увеличение отчислений в резервы все же не повлияло на хорошие показатели по прибыли, соответствующей рентабельности на средний капитал в 18,7%. Важно отметить, что прибыль до отчислений в резервы, снижавшаяся в прошлом году, стабилизировалась и начала демонстрировать слабую тенденцию к росту.

В итоге, положение банковского сектора остается благоприятным благодаря текущим темпам роста портфелей. Позитивно, что давление на процентный спрэд и отсутствие чистого восстановления резервов с начала года не мешают совокупности российских банков показывать хорошую прибыльность.



Дополнительно отметим следующую тенденцию: иностранные банки постепенно уходят из России под влиянием конкуренции со стороны госбанков (теперь это 6 банков из топ-10).

Ценовые уровни и глобальный фон

Ранее мы писали, что российские банки оценены по мультипликаторам несколько ниже банков из Латинской Америки, Китая и Индии. За прошедший месяц ситуация в общих чертах не изменилась. Основным моментом стало увеличение стоимости Сбербанка до 1.9 капитала, что делает его менее дешевым – однако с учетом высокой рентабельности и показателя 2010 года он все же может претендовать на что-то, более близкое к «латинским» 2.2. Привлекательно на общем фоне смотрится Банк Санкт-Петербург (тем не менее, не следует забывать о «скидке за маленький размер»). Возрождение в свою очередь ясно «страдает» от низкой рентабельности.

	МСар, млн долл.	P/BV		P/E		ROE, %	
		2010	2011	2010	2011	2010	2011
Сбербанк	80 499	2.5	1.9	14.8	8.1	17.6	26.2
ВТБ	30 649	1.7	1.4	17.1	10.6	10.7	14.3
Возрождение	810	1.4	1.3	38.4	14.7	3.5	9.2
Банк Санкт-Петербург	1 431	1.9	1.4	15.1	6.8	12.8	23.8
Номос-банк	3 370	н/д	1.4	н/д	8.4	н/д	19.8
ЕМЕА		1.4	1.4	12.3	10.9	14.1	14.7
Латинская Америка		2.4	2.2	14.9	11.4	22.8	22.5
Индия, Китай		2.1	1.7	10.2	8.5	20.1	19.6
Global banks		0.9	0.8	10.2	9.2	9.9	10.9

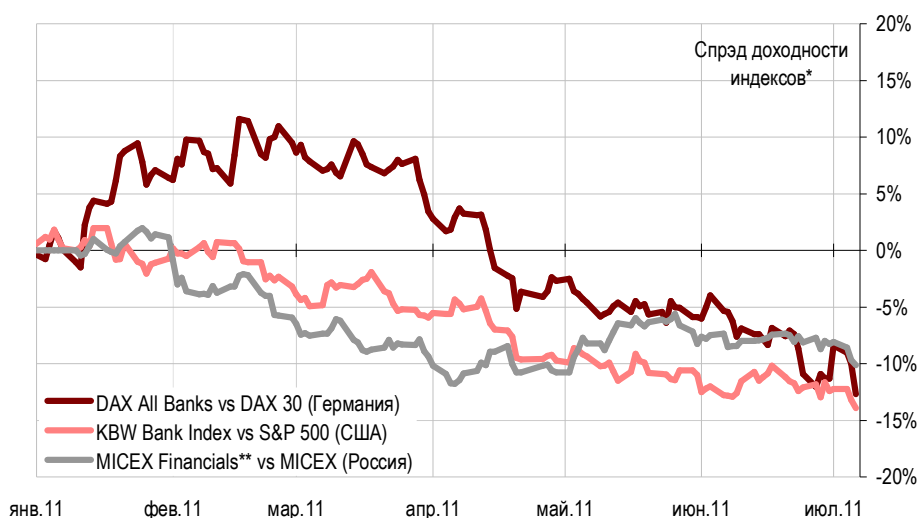
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Если обратить внимание на динамику акций банков с начала года на глобальных рынках, то можно констатировать в среднем их слабые позиции по сравнению с рынком в целом. Не последнюю роль в этом сыграла ситуация с европейским долговым кризисом. Дополнительное давление также оказывают тенденция к ужесточению банковского регулирования в целях обеспечения стабильности (другими словами, повышение требований к капиталу и ограничение сверхдоходных операций), штрафы американских банков, ситуация с Китаем и слабая статистика по экономике в целом. Тем не менее, в случае улучшения климата банковский сектор может стать одним из главных бенефициаров.

В середине июля должны выйти результаты стресс-тестов европейских банков (позитив при снятии угрозы значительной докапитализации, но не слишком либеральных результатах). Другим источником усиленной динамики станет публикация результатов за II квартал зарубежных

финансовых структур. Данные новости будут оказывать значимое влияние на котировки европейских и американских банков, следовательно «по аналогии» его ощутят и российские банки.

Динамика акций банковского сектора по отношению к рынку с начала года



* Под спрэдом доходности индексов понимается разность прироста индекса финансового сектора с начала года и прироста индекса общего рынка с начала года. Отчетная дата – 06.06.11

** Динамика индекса MICEX Financials скорректирована на динамику цен акций ОАО «Банк Москвы»

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Ключевые рекомендации

Сбербанк оправдывает наши ожидания благодаря положительному эффекту от запуска программы АДР. Мы считаем, что новостной фон на тему осенней приватизации продолжит оказывать поддержку акциям госбанка, что будет подкрепляться и дополнительной ликвидностью с зарубежных площадок. С другой стороны, фактор сильных финансовых результатов уже учтен в текущих котировках, поэтому ожидать излишне позитивной реакции на очередные рекорды Сбера не стоит. Учитывая сокращающийся потенциал роста акций госбанка и все-таки terra incognita в вопросе осеннего размещения, представляется целесообразным частично диверсифицировать вложения в акции банковского сектора, обратив внимание на **банки средней капитализации** (банк Санкт-Петербург, Номос-банк).

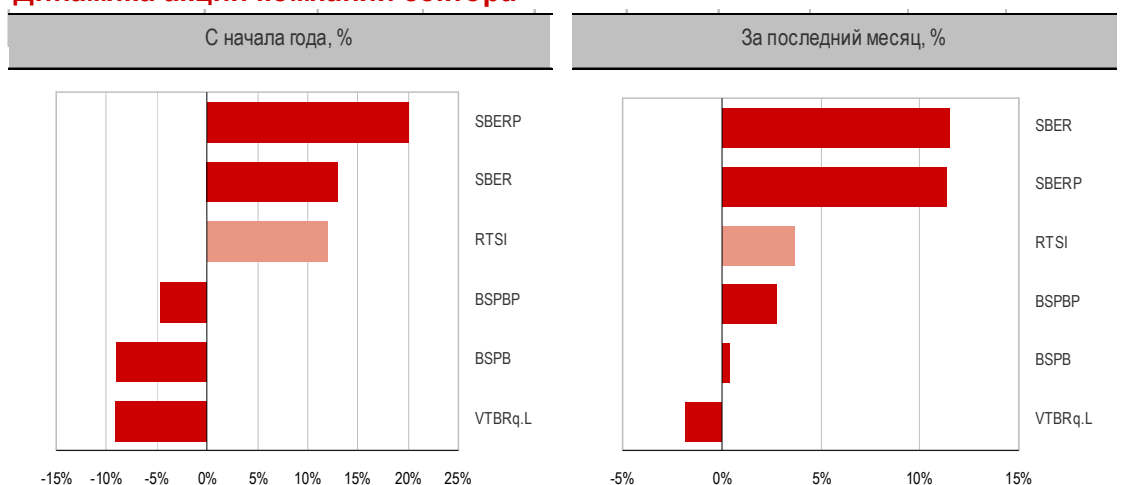
Основные рекомендации

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 11	ROE, % 11	P/BV 11	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	3.9	83 253	7.5	29.6	1.9	4.1	6%	держать
ВТБ	VTBRq.L	6.0	31 323	7.8	20.3	1.4	0.0		
Банк Санкт-Петербург	BSPB	5.1	1 758	5.0	32.4	1.1	5.4	7%	держать
Привилегированные акции									
Сбербанк п.	SBERP	2.9	147						
Банк Санкт-Петербург п	BSPBP	5.5	360				6.1	11%	держать

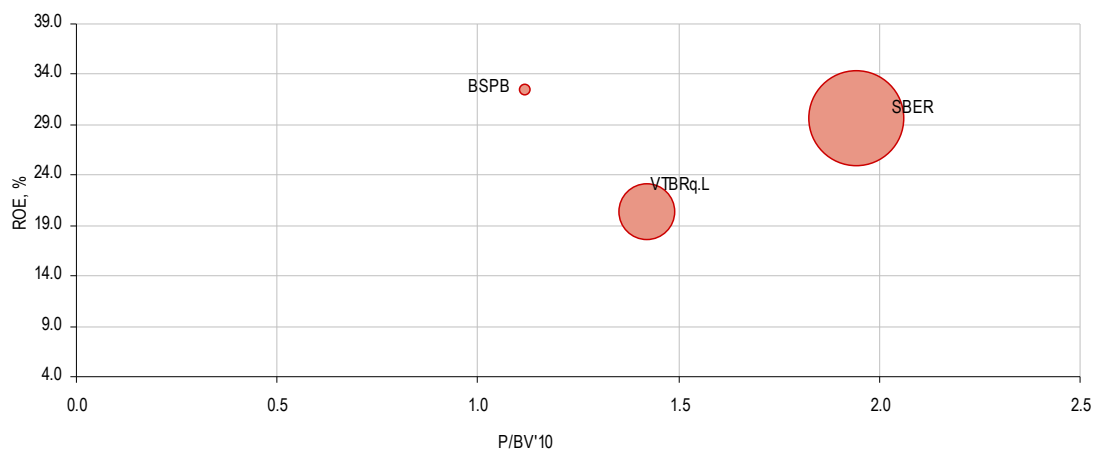
Финансовые показатели компаний сектора

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

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



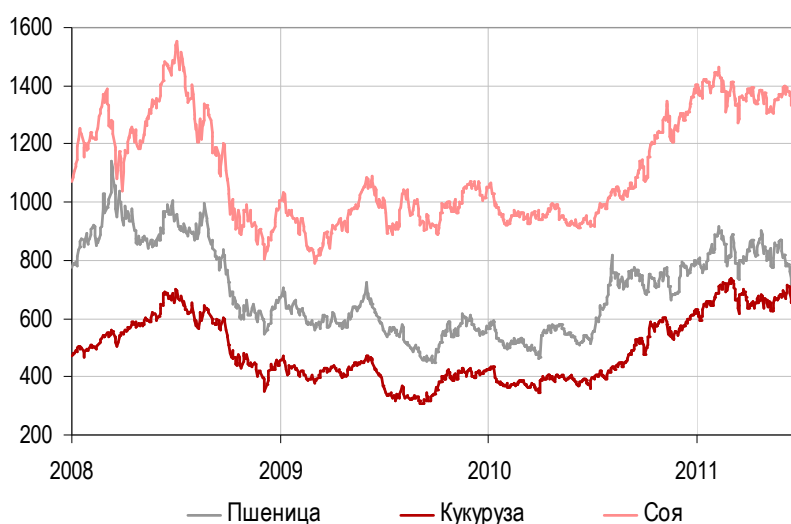
Акции прочих секторов

В бумагах прочих секторов мы рекомендуем долгосрочным инвесторам обратить внимание на акции Sollers, которые могут выиграть от быстрого роста российского авторынка, а спекулятивно настроенным участникам рынка - на акции АвтоВАЗа, которые, похоже, вновь движутся к цене дополнительной эмиссии в 40 руб. за бумагу.

Минеральные удобрения

На рынке минеральных удобрений в июне сложилась интересная ситуация. Цены на основные типы минеральных удобрений продолжили движение вверх: с начала года карбамид подорожал на 35.5 %, DAP – на 15.9 %, NPK – на 16.7 %, производителям калийных удобрений удалось заключить новое соглашение с Китаем на вторую половину года по цене \$ 470 за тонну (сfr), что на 17.5 % выше цены поставок в первой половине года (\$ 400 за тонну сfr). Еще месяцем ранее мы говорили о том, что наши оценки финансовых показателей и целевой стоимости производителей минеральных удобрений смотрятся все более консервативно. Однако в настоящий момент от их пересмотра в сторону повышения нас удерживает ситуация, складывающаяся на рынке сельхозпродукции, порой напоминающая настоящий обвал. Триггером падения стало решение Правительства РФ отменить запрет на экспорт пшеницы и отчет Минсельхоза США (USDA), свидетельствующий о том, что площади посева пшеницы и кукурузы в США в этом году по историческим меркам крайне высоки, а запасы растут. В результате стоимость этих двух основных культур за месяц обвалилась на 19 и 9 % соответственно. Цены на пшеницу при этом фактически вернулись на уровень середины 2010 года, т.е. на уровень «до засухи», давшей старт ралли на рынках сельхозпродукции и минудобрений. Кроме того, над сельскохозяйственными рынками потенциально нависла и другая угроза – отмена субсидий производителям этанола в ходе двухпартийных дискуссий по повышению лимита государственного долга и методов сокращения дефицита государственного бюджета в США.

Динамика стоимости основных с/х культур, \$/бушель



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В условиях резко снижающихся цен на продовольствие покупать минеральные удобрения фермерам не слишком комфортно, поэтому мы по-прежнему рекомендовали бы инвесторам занять выжидательную позицию по отношению к сектору.

Автомобилестроение

Лидером роста сектора в июне- начале июля стал АвтоВАЗ. Бумаги компании росли на слухах о консолидации контрольного пакета предприятия со стороны альянса Renault-Nissan. В свете прошлогодней оценки акций предприятия в рамках предстоящей допэмиссии (40.24 руб. за акцию), бумаги компании в настоящее время представляют спекулятивный интерес. Отметим, что несмотря на то, что альянс имеет возможность избежать выставления обязательной оферты, как и в сентябре прошлого года это может и не остановить рынок, и котировки акций компании имеют шанс вновь попытаться подойти к уровню в 40 руб.

В целом же ситуация в секторе продолжает нормализовываться. Российский автомобильный рынок стабильно демонстрирует уверенный рост. Более того, майские данные АЕВ уже заставляют задуматься о пересмотре текущих годовых прогнозов по объему рынка. В данной связи, мы рекомендуем обратить внимание на акции Sollers, которые, по нашему мнению, в настоящее время торгуются на весьма привлекательных уровнях.

Авиаперевозки

В июле был объявлен ряд инициатив регулятора по авиационной отрасли, в частности, о планах увеличения пропускной способности московского авиаузла практически вдвое за счет организации новой схемы воздушного движения. Кроме того, ряд новых мер могут ускорить преобразование отрасли: практически наложен запрет на эксплуатацию большинства Ту-134 с 2012 г. и предлагается разбить всех перевозчиков на несколько классов (авиатакси, региональные и магистральные), для каждого из которых будут установлены свои требования и нормы. По всей видимости, в рамках нового разделения перевозчиков будет упрощены условия работы местных и региональных перевозчиков, что необходимо для их развития. С другой стороны, будет усложнен доступ к магистральным направлениям, что, по нашему мнению, выведет с рынка ряд мелких перевозчиков.

В июле акции Аэрофлота не показали внятной динамики: месяц начался снижением и завершился равнозначным ростом. Как мы отмечали ранее, в настоящее время акции компании вплотную приблизились к уровням, которые могут стать привлекательными для размещения крупного миноритарного пакета, принадлежащего Александру Лебедеву. В данной связи, несмотря на сохраняющийся потенциал роста акций Аэрофлота, его бумаги по-прежнему будут иметь уровень сопротивления.

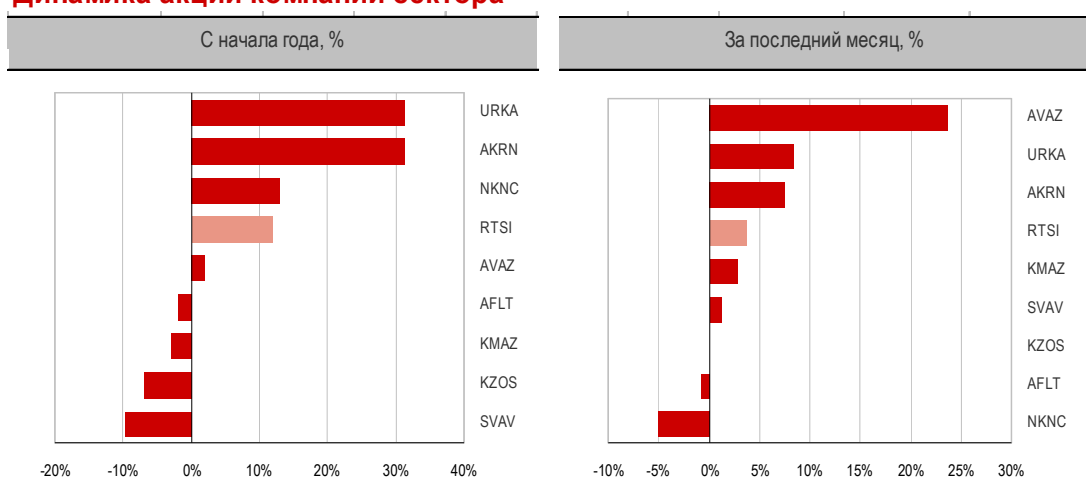
Основные рекомендации

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 11	EV/S 11	EV/EBITDA 11	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Минеральные удобрения									
Уралкалий	URKA	9.42	29 165	18.2	8.3	14.2	7.33	-22%	продавать
Акрон	AKRN	48.78	2 326	15.2	1.8	8.0	35.80	-27%	продавать
Транспорт									
Аэрофлот	AFLT	2.56	2 842	8.4	0.8	5.3	0.0		
Автомобилестроение									
КАМАЗ	KMAZ	2.3	1 623	162.3	0.6	10.9	0.0		
АвтоВАЗ	AVAZ	1.1	1 563	104.2	0.8	16.3	0.0		
Sollers	SVAV	19.1	654	125.4	0.6	8.4	0.0		
Нефтехимия									
Нижнекамскнефтех	NKNC	0.85	1 370	3.5	0.4	2.7	1.1	33%	покупать
Казаньоргсинтез	KZOS	0.2	393	3.2	0.8	3.1	0.3	18%	держать

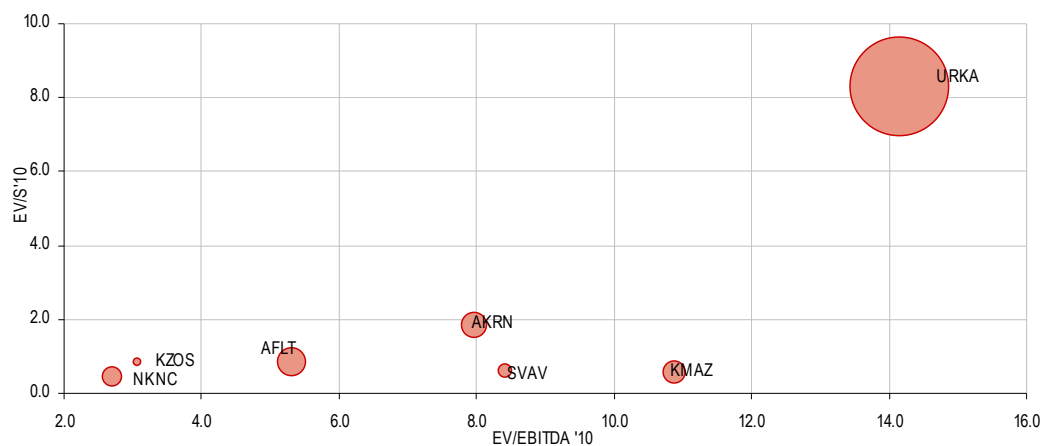
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2010	2011	2012 П	2010	2011 О	2012 П	2010	2011 О	2012 П
Минеральные удобрения									
Уралкалий	1 698	3 894	4 395	809	2 274	2 544	548	1 606	1 694
Акрон	1 438	1 733	2 071	300	394	528	170	153	251
Транспорт									
Аэрофлот	4 283	5 145	5 952	610	792	802	247	337	289
Автомобилестроение									
КАМАЗ	3 021	3 626	4 278	151	189	222	-5	10	14
АвтоВАЗ	4 446	4 563	5 111	510	230	261	120	15	14
Sollers	1 697	2 263	2 715	81	164	201	-77	5	7
Нефтехимия									
Нижнекамскнефтех	3 178	4 139	4 362	526	641	656	279	396	430
Казаньоргсинтез	1 105	1 576	1 605	222	429	391	33	123	119

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора





Контактная информация

Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00 доб. 1404

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@mmbank.ru

Дарья Козлова

Kozova_DV@mmbank.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Экономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru

Банки

Максим Кошелев

Koshelev_ME@mmbank.ru

Машиностроение / транспорт

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин

Doronin_DA@mmbank.ru

Долговые рынки

Екатерина Горбунова

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA

Drozдов_AY@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать 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.