

Стратегия Ноябрь 2010

Цены близки к справедливым



СТРАТЕГИЯ – НОЯБРЬ 2010

- Одних лишь разговоров о денежном стимулировании оказалось достаточно, чтобы вызвать оживление в мировой экономике. Однако сама по себе денежная эмиссия не сможет привести к устойчивому долгосрочному росту экономики. Эффект от печатания денег может оказаться еще более краткосрочным, чем в прошлом году.
- Улучшившиеся в октябре макропоказатели вселяют оптимизм в инвесторов и поддерживают рост фондовых рынков. Мы полагаем, что этот оптимизм может сохраняться еще какое-то время, но большого потенциала для роста акций не видим.
- В российской экономике после летней паузы возобновился рост. В текущем квартале экономика испытает, по-видимому, уверенный подъем, но достигнуть 4%-ного роста ВВП по итогам года практически нереально.
- Российские акции сложно назвать по-настоящему перегретыми. На наш взгляд, правильнее говорить о ценах, близких к справедливым. Серьезную коррекцию сейчас могут вызвать лишь какие-то значимые потрясения, например, новое обострение долгового кризиса в Европе или резкое ужесточение монетарной политики в Китае. В отсутствие поводов рынки могут продолжить рост до тех пор, пока не станет ясно, что и новая порция денежных вливаний не переломила экономическую ситуацию.
- В этой Стратегии мы выставляем предварительный target по индексу РТС на конец 2011 г. Он составляет 1 900 пунктов (+15 % к текущему уровню). В течение ближайшего месяца мы планируем пересмотреть наши targets по большинству покрываемых нами бумаг. В этой Стратегии мы уже подняли targets по акциям банков, в частности, ориентир по Сбербанку повышен до \$ 4.1 (рекомендация – «покупать»), по ВТБ – до \$ 7.6 за GDR (рекомендация – «держаться»).
- Мы по-прежнему не выделяем какие-то отрасли, рекомендуя фокусироваться на отдельных идеях. Наш текущий топ-лист выглядит следующим образом: ЛУКОЙЛ, Газпром, РусГидро, Распадская, Полюс Золото, ОГК-2/ОГК-6. Из предыдущей версией топ-рекомендаций мы убрали бумаги Фармстандарта, которые выросли за последний месяц на 20 %, став одними из лидеров рынка за этот период.

Содержание

| | |
|--|-----------|
| СТРАТЕГИЯ – НОЯБРЬ 2010 | 4 |
| Цены близки к справедливым | |
| ЭКОНОМИКА | 7 |
| Экономический рост вновь набирает обороты | |
| РЫНОК АКЦИЙ | 14 |
| Вокруг новых стимулов | |
| НЕФТЬ И ГАЗ | 22 |
| Налоговая реформа состоится? | |
| МЕТАЛЛУРГИЯ | 29 |
| Стагнация на рынке не способствует росту акций | |
| ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА | 33 |
| Электросети: все внимание на RAB | |
| ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ | 39 |
| Сектор не выглядит дешевым | |
| БАНКОВСКИЙ СЕКТОР | 46 |
| Удивительный фактор приватизации | |
| ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР | 52 |
| Затишье после бума | |
| МАШИНОСТРОЕНИЕ | 59 |
| АвтоВАЗ: вновь в лидерах роста | |
| МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ | 63 |
| Долгожданное оживление | |
| ТРАНСПОРТ | 67 |
| Еще один удачный месяц | |
| КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ | 71 |

Вторая волна количественного смягчения (QE2), о неизбежности которой мы писали в прошлой Стратегии, стала реальностью. Параметры новой программы ФРС по выкупу активов (\$ 600 млрд в течение 8 месяцев) практически совпали с ожиданиями рынка, что неудивительно, так как монетарные власти фактически сами и сформировали эти ожидания (вряд ли утечки информации в американскую прессу можно считать случайными).

Мы считаем, что спекулятивная составляющая темы монетарного стимулирования отыграна. Но у этой темы есть и фундаментальная составляющая, заключающаяся в воздействии денежных стимулов на реальную экономику. В соответствии с классической монетарной теорией, данное воздействие может быть лишь краткосрочным; в долгосрочном плане увеличение объема денег в экономике приведет исключительно к повышению цен, но не выпуска. Однако реальная жизнь не всегда соответствует теоретическим рассуждениям. Уже по первой октябрьской статистике (индексы PMI и отчет по рынку труда США) мы видим, что одних лишь разговоров о денежном стимулировании оказалось достаточно, чтобы вызвать всплеск оптимизма у бизнеса и населения и привести к ускорению экономического роста. Теперь очень важно понять, насколько этого оптимизма хватит. Если наметившийся разворот экономических трендов получит продолжение, то и рынки могут продолжить восхождение.

Сейчас, наверное, никто точно не знает, как будет развиваться ситуация дальше. Даже руководство ФРС признает, что будет внимательно следить за влиянием QE2 на экономику и в случае необходимости готово экстренно корректировать программу (в том, что ФРС может действовать очень оперативно, принимая нестандартные решения, мы имели возможность убедиться за последние месяцы).

Вариант оптимистичный, на который рассчитывают денежные власти, – это ускорение экономического подъема, поддержанное ростом инвестиций и потребительского спроса. Триумфом ФРС стало бы более быстрое снижение безработицы (за последние 12 месяцев она снизилась всего лишь на полпроцента – с максимальных 10.1 до 9.6 %) при умеренной инфляции (2-3 %).

Вариант пессимистичный – и для многих экспертов, раскритиковавших действия ФРС, базовый, – заключается в отсутствии сколь-либо заметного влияния денежных стимулов на экономический рост или слишком краткосрочный характер подобного влияния. При этом большинство критиков ФРС (а среди них много авторитетных представителей финансовых и политических кругов стран G20) делают упор на неизбежность инфляционных последствий предпринимаемых шагов, а также на серьезные риски для доллара, в ослаблении которого никто из G20 сейчас не заинтересован.

Наше отношение к QE2 опирается скорее на классическую монетарную теорию. Мы считаем маловероятным сценарий, при котором накачка ликвидности поможет перезапустить экономический рост (для этого нужно просто время, в течение которого уровень долговой нагрузки в мировой экономике станет более приемлемым). Если мы и увидим какое-то оживление в экономике, то, скорее всего, оно окажется еще более скоротечным, чем в прошлом году. Резкого ускорения инфляции в ближайшие месяцы мы также не ждем, однако отмечаем, что инфляционные риски растут, и в какой-то момент они станут ограничителем для новых порций монетарного стимулирования. Если же инфляционные ожидания начнут резко увеличиваться (в перспективе нескольких месяцев маловероятно, но возможно), то инвесторам в акции очень сильно не повезет.

Фондовые активы, в т. ч. и российские акции, сложно назвать по-настоящему перегретыми. На наш взгляд, правильнее говорить о ценах, близких к справедливой оценке. В этой ситуации серьезную коррекцию могут вызвать лишь какие-то значимые потрясения. Например, по-прежнему очень напряженной остается ситуация вокруг европейских долгов (доходности суверенных облигаций Ирландии на этой неделе превысили исторические максимумы). Значимый риск представляет и ситуация в Китае, где возможно дальнейшее ужесточение денежной политики. В отсутствие же потрясений рынки могут продолжить рост до тех пор, пока не станет ясно, что и новая порция денежных вливаний не переломила экономическую ситуацию. Ответ на вопрос о влиянии монетарных стимулов на экономику мы получим только в начале следующего года.

Взглянем на графики

Проведя более года в диапазоне 1 195-1 540, индекс ММВБ в начале ноября совершил решительный прорыв вверх. Восходящий тренд не вызывает никаких сомнений, причем каких-либо технических признаков разворота этого тренда пока не видно. Приближение осциллятора (индекс RSI) к зоне перекупленности вовсе не означает скорого разворота – в нынешней ситуации это скорее свидетельство силы тренда. Характерных для разворота «медвежьих» дивергенций мы также не наблюдаем.

На недельных графиках сколь-либо серьезное сопротивление поблизости не просматривается. Остановка возможна на подходах к 1 800 пунктам. Более отдаленный ориентир – исторический максимум 1 970.

Если начнется коррекция, то наиболее серьезные уровни поддержки видятся на отметках 1 540, 1 490, 1 450.

Летняя пауза завершилась. Уже в сентябре в экономике возобновился рост, который получил продолжение и в октябре. Впрочем, достигнуть 4%-ного роста ВВП по итогам года практически нереально.

Усилившийся отток капитала – неприятный сюрприз последних месяцев, однако опасных ситуаций с точки зрения ликвидности это не создаст. Существующего запаса хватит банкам до середины декабря, когда начнется впрыск бюджетных денег в экономику.

За последний месяц мы не получили каких-либо сюрпризов со стороны статистики – выходящие цифры находились в рамках ожиданий и явились скорее подтверждением наблюдаемых тенденций.

Как и ожидалось, летняя пауза с наступлением осени сменилась подъемом, рост экономики начался уже в сентябре, а в октябре получил продолжение. Несколькостораживает стагнация в сегменте розничных продаж, что, по всей вероятности, связано с негативным влиянием инфляции на реальные доходы населения (рост реальной заработной платы в последние месяцы также остановился). Это, по-видимому, явление временное, и в ближайшие месяцы потребительская активность вновь начнет увеличиваться вместе с оживающей экономикой, чему отчасти будет способствовать достаточно позитивная ситуация на рынке труда, где наблюдается дальнейшее снижение уровня безработицы.

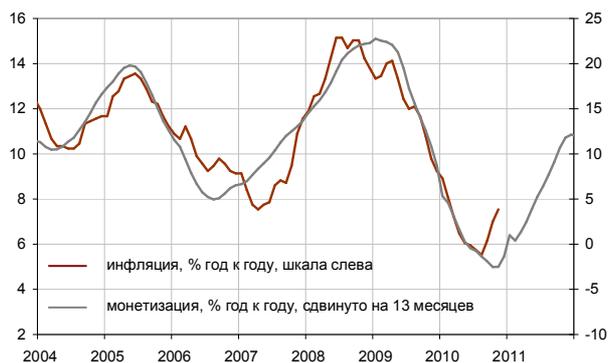
Всплеск инвестиционной активности, наблюдавшийся в августе-сентябре, также является временным: на наш взгляд, это техническая компенсация провала, который случился в предыдущие месяцы – предпосылок для сохранения столь высоких темпов роста инвестиций, как мы видели в августе-сентябре, нет, но положительная динамика, скорее всего, сохранится. Если ситуация в мировой экономике продолжит улучшаться, то это окажет дополнительную поддержку инвестиционной активности в России.

МЭР оценил рост ВВП за 9 месяцев на уровне лишь 3.4 %. На наш взгляд, это заниженная оценка, и данные Росстата окажутся выше. По нашим оценкам, исходя из динамики базовых отраслей, рост ВВП в январе-сентябре должен был составить 3.8-3.9 %. Достижение 4%-ного роста по году практически невозможно – для этого экономика должна расти быстрее, чем она росла в 4-м квартале прошлого года, а тогда рост превышал 7 % в годовом выражении. Если статистика за первые три квартала не будет подвергнута радикальному пересмотру, то экономический рост в этом году вряд ли сможет уложиться даже в наш прогноз (3.8 %) и составит в лучшем случае 3.4-3.6 %.

Еще одно временное явление – это наблюдавшееся в октябре замедление инфляции. Данный феномен является скорее техническим моментом, связанным с завершением ценового шока в продовольственном сегменте. В то же время монетарный фактор в полной мере еще не начал действовать. Наша модель прогнозирования инфляции строится на взаимосвязи между динамикой инфляции и монетизации экономики – к скачкам инфляции приводит не денежная эмиссия сама по себе, а резкое изменение темпов эмиссии денег, непропорциональное экономическому росту (т. е. ситуации, в которых изменение денежного предложения не соответствует изменению спроса на деньги). Всплеск эмиссионной активности Центробанка, судя по динамике денежных агрегатов, начался осенью прошлого года. По нашим расчетам, этот фактор сказывается на динамике инфляции со средним лагом 13 месяцев (иногда быстрее, иногда медленнее), т. е. прошлогодний эмиссионный всплеск начинает сказываться на показателях инфляции только сейчас (см. график).

В конце года нас ждет еще один вброс денег в экономику – из резервного фонда будет потрачено порядка 1 трлн. рублей для финансирования дефицита бюджета. Таким образом, агрессивная бюджетная политика Правительства в 2009/10 гг. послужит топливом для инфляции и в 2011-м, и, возможно, в 2012 гг. Впрочем, в следующем году бюджетная политика начнет меняться: дефицит бюджета будет финансироваться уже не из средств резервного фонда (по сути, за счет эмиссии), а за счет заимствований, преимущественно внутренних. На наш взгляд, изменение бюджетной политики приведет к перелому инфляционных трендов в 2012/13 гг. Однако в следующем году мы скорее всего увидим двузначные показатели инфляции.

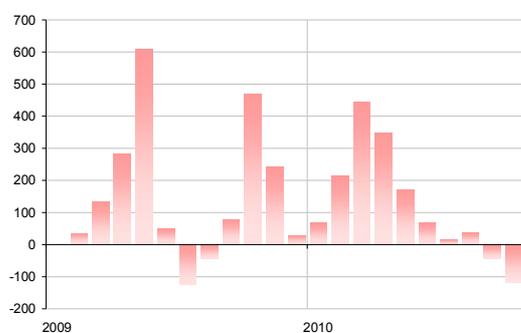
Темпы изменения уровня монетизации экономики опережают изменение темпов инфляции в среднем на 13 месяцев



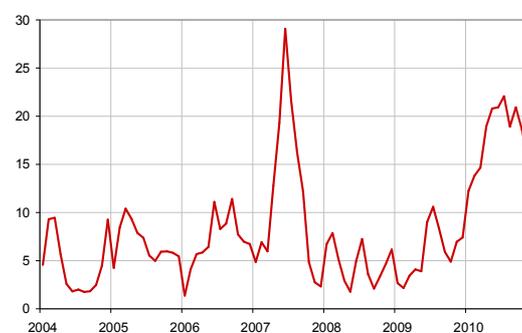
Источники: Банк России, Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Еще одним интересным моментом прошедшего месяца стало заметное ухудшение ситуации с ликвидностью. Главная причина этого – усилившийся отток капитала, о чем свидетельствуют интервенции Центробанка на валютном рынке. Отчасти это может быть связано с опережающим погашением внешнего долга российскими эмитентами, но не исключено, что часть проблем лежит и в политической плоскости. Нынешний уровень ликвидности пока не представляет угрозы для банков и по историческим меркам все ещё является очень высоким (см. график ниже). Мы полагаем, что существующего запаса ликвидности без проблем хватит до середины декабря, когда начнется впрыск бюджетных денег в экономику.

Два месяца подряд Центробанк продает валюту (нетто-покупка валюты Центробанком, млрд руб.)



Избыточная ликвидности банков находится на исторически высоком уровне, хотя пик пройден (доля депозитов в ЦБ и ОБР в широкой денежной базе, %)



Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

| ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Янв.-окт.10 | 2010 П | 2011 П | 2012 П | 2013 П |
|---|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| РЫНОК НЕФТИ (Urals, \$/баррель) | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 60.9 | 69.4 | 93.8 | 60.8 | 76.4 | 77.5 | 82.5 | 85.0 | 87.5 |
| на конец года | 55.1 | 91.6 | 34.8 | 77.2 | 80.9 | 80.0 | 85.0 | 85.0 | 87.5 |
| среднегодовой (рублей за баррель) | 1 654 | 1 774 | 2 334 | 1 933 | 2 311 | 2 349 | 2 390 | 2 365 | 2 351 |
| МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ | | | | | | | | | |
| Золото, \$/унция | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 605 | 698 | 872 | 974 | 1 195 | 1 200 | 1 300 | 1 300 | 1 300 |
| на конец года | 637 | 839 | 882 | 1 097 | 1 359 | 1 300 | 1 300 | 1 300 | 1 300 |
| Никель, \$/тонна | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 24 160 | 35 838 | 21 253 | 14 757 | 21 557 | 22 000 | 23 500 | 24 000 | 24 500 |
| на конец года | 34 025 | 27 200 | 11 700 | 18 525 | 22 990 | 23 250 | 23 750 | 24 250 | 24 750 |
| Медь, \$/тонна | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 6 736 | 7 009 | 6 879 | 5 193 | 7 315 | 7 500 | 8 250 | 8 500 | 8 750 |
| на конец года | 6 308 | 6 755 | 3 070 | 7 375 | 8 200 | 8 000 | 8 300 | 8 600 | 8 900 |
| Алюминий, \$/тонна | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 2 595 | 2 661 | 2 620 | 1 705 | 2 168 | 2 220 | 2 400 | 2 500 | 2 600 |
| на конец года | 2 803 | 2 410 | 1 540 | 2 230 | 2 344 | 2 250 | 2 450 | 2 550 | 2 650 |
| Цинк, \$/тонна | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 3 250 | 3 234 | 1 902 | 1 688 | 2 137 | 2 150 | 2 300 | 2 400 | 2 450 |
| на конец года | 4 230 | 2 430 | 1 208 | 2 560 | 2 195 | 2 250 | 2 350 | 2 450 | 2 475 |
| Угольный концентрат, \$/тонна | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 56 | 73 | 171 | 60 | 131 | 135 | 140 | 145 | 150 |
| на конец года | 64 | 90 | 68 | 88 | 144 | 145 | 145 | 150 | 155 |
| Сталь (LME), \$/тонна | | | | | | | | | |
| среднегодовой | | | | 361 | 476 | 495 | 520 | 580 | 615 |
| на конец года | | | 380 | 410 | 501 | 520 | 550 | 600 | 625 |
| ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК | | | | | | | | | |
| Евро/доллар | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 1.26 | 1.37 | 1.47 | 1.39 | 1.32 | 1.33 | 1.35 | 1.38 | 1.40 |
| на конец года | 1.32 | 1.46 | 1.40 | 1.43 | 1.39 | 1.35 | 1.35 | 1.38 | 1.40 |
| Доллар/рубль | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 27.14 | 25.55 | 24.87 | 31.77 | 30.26 | 30.31 | 28.97 | 27.83 | 26.87 |
| на конец года | 26.33 | 24.55 | 29.38 | 30.24 | 30.78 | 30.24 | 28.51 | 27.38 | 26.69 |
| Евро/рубль | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 34.11 | 35.03 | 36.45 | 44.20 | 39.95 | 40.16 | 39.11 | 38.26 | 37.62 |
| на конец года | 34.70 | 35.93 | 41.44 | 43.39 | 42.73 | 40.82 | 38.49 | 37.65 | 37.37 |
| Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45) | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 30.28 | 29.82 | 30.08 | 37.36 | 34.62 | 34.75 | 33.53 | 32.52 | 31.71 |
| на конец года | 30.10 | 29.67 | 34.81 | 36.16 | 36.16 | 35.00 | 33.00 | 32.00 | 31.50 |
| ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ | | | | | | | | | |
| FED Funds rate | 5.25 | 4.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 1.00 | 2.50 |
| 3m USD LIBOR | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 5.19 | 5.30 | 2.93 | 0.73 | 0.35 | 0.34 | 0.35 | 0.70 | 2.25 |
| на конец года | 5.36 | 4.70 | 1.42 | 0.25 | 0.29 | 0.25 | 0.35 | 1.15 | 3.00 |
| Ставки Банка России | | | | | | | | | |
| ставка рефинансирования | 11.00 | 10.00 | 13.00 | 8.75 | 7.75 | 7.75 | 8.25 | 8.00 | 7.50 |
| ставка по однодневным депозитам | 2.25 | 2.75 | 6.75 | 3.50 | 2.50 | 2.50 | 3.00 | 2.75 | 2.25 |
| мин. ставка прямого РЕПО | | | 9.00 | 6.00 | 5.00 | 5.00 | 5.50 | 5.25 | 4.75 |
| UST 10 | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 4.79 | 4.63 | 3.65 | 3.25 | 3.23 | 3.20 | 3.50 | 4.00 | 4.00 |
| на конец года | 4.70 | 4.03 | 2.22 | 3.84 | 2.61 | 3.00 | 3.50 | 4.00 | 4.00 |
| Еврооблигации (Россия-30) | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 5.93 | 5.80 | 6.78 | 7.42 | 4.99 | 4.95 | 4.75 | 4.85 | 5.00 |
| на конец года | 5.66 | 5.53 | 9.98 | 5.40 | 4.26 | 4.50 | 4.75 | 5.00 | 5.00 |
| спрэд к UST-10, б. п. | 95 | 150 | 775 | 156 | 165 | 150 | 125 | 100 | 100 |
| Портфель ОФЗ | | | | | | | | | |
| среднегодовой | 6.80 | 6.59 | 7.47 | 10.11 | 7.49 | 7.40 | 7.38 | 7.50 | 7.25 |
| на конец года | 6.57 | 6.53 | 9.11 | 8.64 | 7.32 | 7.25 | 7.50 | 7.50 | 7.00 |
| РЫНОК АКЦИЙ | | | | | | | | | |
| Индекс РТС на конец года | 1 922 | 2 291 | 632 | 1 445 | 1 586 | 1 800 | - | - | - |
| % год к году | 70.7 | 19.2 | -72.4 | 128.6 | 9.8 | 24.6 | - | - | - |

| РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Янв-сен.10 | 2010 П | 2011 П | 2012 П | 2013 П |
|--|--------|--------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|--------|
| ВВП | | | | | | | | | |
| реальный, % год к году | 8.2 | 8.5 | 5.2 | -7.9 | 3.4 | 3.8 | 4.1 | 4.5 | 6.0 |
| индекс-дефлятор, % год к году | 15.2 | 13.8 | 18.4 | 2.5 | - | 12.5 | 11.5 | 11.0 | 10.8 |
| номинальный, млрд руб. | 26 917 | 33 248 | 41 429 | 39 101 | 32 730 | 45 279 | 52 342 | 60 455 | 70 611 |
| % год к году | 24.6 | 23.5 | 24.6 | -5.6 | 16.0 | 15.8 | 15.6 | 15.5 | 16.8 |
| номинальный, \$ млрд | 992 | 1 301 | 1 666 | 1 231 | 1 084 | 1 494 | 1 807 | 2 172 | 2 628 |
| % год к году | 30.0 | 31.2 | 28.0 | -26.1 | 26.2 | 21.4 | 21.0 | 20.2 | 20.9 |
| на душу населения, \$ тыс. | 7.0 | 9.2 | 11.7 | 8.7 | 7.6 | 10.5 | 12.8 | 15.4 | 18.6 |
| Промышленность, % год к году | | | | | | | | | |
| промышленное производство | 6.3 | 6.8 | 0.6 | -9.3 | 8.9 | 7.6 | 4.0 | 3.7 | 3.8 |
| обрабатывающая промышленность | 8.4 | 10.5 | 0.5 | -15.2 | 12.6 | 10.4 | 5.2 | 4.8 | 5.0 |
| добыча полезных ископаемых | 2.8 | 3.3 | 0.4 | -0.6 | 4.2 | 3.6 | 2.2 | 2.0 | 2.1 |
| производство электроэнергии, воды и газа | 3.4 | -0.6 | 0.6 | -3.9 | 5.1 | 4.4 | 2.5 | 2.2 | 2.0 |
| Добыча нефти | | | | | | | | | |
| % год к году | 2.2 | 2.3 | -0.7 | 1.3 | 2.5 | 1.3 | 1.6 | 0.5 | 0.3 |
| млн т | 480 | 491 | 488 | 494 | 377 | 501 | 509 | 511 | 513 |
| млн баррелей в сутки | 9.65 | 9.87 | 9.78 | 9.93 | 10.11 | 10.05 | 10.22 | 10.24 | 10.30 |
| Добыча газа | | | | | | | | | |
| % год к году | 2.4 | -0.5 | 1.8 | -12.4 | 15.7 | 9.4 | 2.0 | 0.9 | 1.4 |
| млрд куб. м | 656 | 653 | 665 | 582 | 469 | 637 | 650 | 656 | 665 |
| млн б. н. э. в сутки | 10.58 | 10.53 | 10.69 | 9.39 | 10.11 | 10.27 | 10.48 | 10.55 | 10.72 |
| Розничная торговля | | | | | | | | | |
| индекс физического оборота, % год к году | 14.1 | 16.1 | 13.5 | -4.9 | 4.4 | 5.4 | 9.0 | 10.0 | 12.0 |
| млрд руб. | 8 712 | 10 869 | 13 920 | 14 603 | 11 737 | 16 413 | 19 302 | 23 114 | 27 910 |
| % год к году | 23.7 | 24.8 | 28.1 | 4.9 | 11.5 | 12.4 | 17.6 | 19.8 | 20.8 |
| % к ВВП | 32.4 | 32.7 | 33.6 | 37.3 | 35.9 | 36.2 | 36.9 | 38.2 | 39.5 |
| Инвестиции в основной капитал | | | | | | | | | |
| индекс физического объема, % год к году | 16.7 | 22.7 | 9.9 | -16.2 | 3.8 | 2.0 | 6.0 | 8.5 | 12.0 |
| млрд руб. | 4 730 | 6 716 | 8 782 | 7 930 | 5 566 | 9 100 | 10 738 | 12 993 | 16 144 |
| % год к году | 31.0 | 42.0 | 30.8 | -9.7 | 12.1 | 14.8 | 18.0 | 21.0 | 24.3 |
| % к ВВП | 17.6 | 20.2 | 21.2 | 20.3 | 17.0 | 20.1 | 20.5 | 21.5 | 22.9 |
| Строительство | | | | | | | | | |
| объем строительных работ | | | | | | | | | |
| % год к году в реальном выражении | 18.1 | 18.2 | 12.8 | -16.0 | -0.8 | 0.0 | 5.5 | 7.5 | 12.0 |
| млрд руб. | 2 351 | 3 293 | 4 528 | 3 869 | 2 726 | 4 362 | 5 126 | 6 151 | 7 643 |
| % год к году в ном. выражении | 34.0 | 40.1 | 37.5 | -14.6 | 3.7 | 12.8 | 17.5 | 20.0 | 24.3 |
| % к ВВП | 8.7 | 9.9 | 10.9 | 9.9 | 8.3 | 9.6 | 9.8 | 10.2 | 10.8 |
| жилищное строительство | | | | | | | | | |
| введено жилья, тыс. штук квартир | 609 | 721 | 768 | 701 | 383 | 660 | 665 | 700 | 755 |
| введено жилья, млн кв. м | 50.6 | 61.0 | 64.1 | 59.9 | 33.0 | 56.3 | 56.9 | 59.7 | 64.5 |
| % год к году | 16.1 | 20.6 | 4.6 | -6.5 | -5.5 | -6.0 | 1.0 | 5.0 | 8.0 |
| средний размер квартиры, кв. м | 83.0 | 84.6 | 83.5 | 85.4 | 86.2 | 85.3 | 85.5 | 85.3 | 85.4 |
| ввод жилья в расчете на человека, кв. м | 0.36 | 0.43 | 0.45 | 0.42 | 0.23 | 0.40 | 0.40 | 0.42 | 0.46 |
| Сельское хозяйство | | | | | | | | | |
| % год к году | 3.6 | 3.4 | 10.8 | 1.4 | -10.7 | -5.0 | 5.5 | 3.0 | 3.0 |
| Грузооборот транспорта | | | | | | | | | |
| млрд т-км | 4 800 | 4 915 | 4 948 | 4 445 | 3 504 | 4 747 | 4 914 | 5 061 | 5 218 |
| % год к году | 2.7 | 2.4 | 0.7 | -10.2 | 8.5 | 6.8 | 3.5 | 3.0 | 3.1 |

| УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Янв.-сен.10 | 2010 П | 2011 П | 2012 П | 2013 П |
|---|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| Денежные доходы на душу населения | | | | | | | | | |
| рублей в месяц | 10 196 | 12 603 | 14 939 | 16 887 | 17 633 | 18 744 | 20 993 | 24 352 | 28 249 |
| % год к году | 25.7 | 23.6 | 18.5 | 13.0 | 10.9 | 11.0 | 12.0 | 16.0 | 16.0 |
| Реальные располагаемые денежные доходы населения | | | | | | | | | |
| % год к году | 13.5 | 12.1 | 1.9 | 2.3 | 4.8 | 5.0 | 5.0 | 6.3 | 7.3 |
| Денежные расходы на душу населения | | | | | | | | | |
| рублей в месяц | | 12 106 | 14 878 | 16 851 | 17 444 | 18 468 | 20 777 | 24 205 | 28 199 |
| % год к году | | | 22.9 | 13.3 | 8.4 | 9.6 | 12.5 | 16.5 | 16.5 |
| Превышение доходов над расходами, % | | 3.9 | 0.4 | 0.2 | 1.1 | 1.5 | 1.0 | 0.6 | 0.2 |
| Номинальная заработная плата | | | | | | | | | |
| среднегодовая, руб. в месяц | 10 634 | 13 593 | 17 290 | 18 638 | 20 479 | 20 875 | 23 484 | 27 006 | 31 327 |
| % год к году | 24.3 | 27.8 | 27.2 | 7.8 | 11.7 | 12.0 | 12.5 | 15.0 | 16.0 |
| среднегодовая, \$ в месяц | 392 | 532 | 695 | 587 | 677 | 689 | 811 | 970 | 1 166 |
| % год к году | 29.7 | 35.8 | 30.7 | -15.6 | 21.1 | 17.4 | 17.7 | 19.7 | 20.1 |
| Реальная заработная плата | | | | | | | | | |
| % год к году | 13.3 | 17.2 | 11.5 | -3.5 | 5.0 | 5.0 | 3.9 | 5.3 | 7.3 |
| Рынок труда | | | | | | | | | |
| постоянное население, млн ч. | 142.2 | 142.0 | 141.9 | 141.9 | 141.8 | 141.8 | 141.7 | 141.6 | 141.5 |
| изменение за год, тыс. ч. | -533 | -212 | -105 | 23 | -87.4 | -75 | -100 | -100 | -100 |
| экономически активное население, млн ч. | 74.2 | 75.1 | 75.9 | 75.4 | 76.1 | 75.5 | 75.2 | 75.0 | 74.5 |
| безработные на конец года, млн ч. | 5.13 | 4.60 | 5.80 | 6.17 | 5.03 | 5.70 | 5.40 | 5.00 | 4.60 |
| безработица на конец года, % | 6.9 | 6.1 | 7.6 | 8.2 | 6.6 | 7.5 | 7.2 | 6.7 | 6.2 |
| официально зарегистрированные безработные на конец года, млн ч. | 1.74 | 1.55 | 1.52 | 2.15 | 1.598 | 1.80 | 1.70 | 1.60 | 1.55 |
| безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, % | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 2.8 | 2.1 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 2.1 |

| ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Янв.-сен.10 | 2010 П | 2011 П | 2012 П | 2013 П |
|---|-------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| Денежная масса | | | | | | | | | |
| M2, млрд руб. | 8 996 | 13 272 | 13 493 | 15 698 | 17 909 | 19 810 | 23 456 | 27 584 | 32 549 |
| % год к году | 48.8 | 47.5 | 1.7 | 16.3 | 31.2 | 26.2 | 18.4 | 17.6 | 18.0 |
| % к ВВП | 33.4 | 39.9 | 32.6 | 40.1 | - | 43.8 | 44.8 | 45.6 | 46.1 |
| M0, млрд руб. | 2 785 | 3 702 | 3 795 | 4 038 | 4 525 | 4 943 | 5 674 | 6 423 | 7 232 |
| % год к году | 38.6 | 32.9 | 2.5 | 6.4 | 29.8 | 22.4 | 14.8 | 13.2 | 12.6 |
| доля в M2, % | 31.0 | 27.9 | 28.1 | 25.7 | 25.3 | 24.9 | 24.2 | 23.3 | 22.2 |
| % к ВВП | 10.3 | 11.1 | 9.2 | 10.3 | - | 10.9 | 10.8 | 10.6 | 10.2 |
| Инфляция | | | | | | | | | |
| Индекс потребительских цен, % дек. к дек. | 9.0 | 11.9 | 13.3 | 8.8 | 7.0 | 8.5 | 10.5 | 9.0 | 8.5 |
| % среднегодовой | 9.8 | 9.1 | 14.1 | 11.8 | 7.2 | 7.0 | 8.6 | 9.8 | 8.8 |
| Индекс цен производителей, % дек. к дек. | 10.4 | 25.1 | -7.0 | 13.9 | 5.9 | 12.0 | 11.0 | 9.0 | 8.0 |
| % среднегодовой | 12.4 | 14.2 | 21.4 | -7.2 | 9.9 | 13.5 | 11.5 | 10.0 | 8.5 |
| Золотовалютные резервы | | | | | | | | | |
| Прирост с начала года, \$ млрд | 122 | 175 | -52 | 13 | 51 | 62 | 85 | 97 | 116 |
| На конец года, \$ млрд | 304 | 479 | 426 | 439 | 490 | 502 | 587 | 684 | 799 |
| % к ВВП | 30.6 | 36.8 | 25.6 | 35.7 | - | 33.6 | 32.5 | 31.5 | 30.4 |
| Монетарный курс рубля к доллару | | | | | | | | | |
| M2 к ЗВР | 29.6 | 27.7 | 31.7 | 35.7 | 36.5 | 39.5 | 40.0 | 40.3 | 40.7 |
| по отношению к фактическому курсу | 3.3 | 3.2 | 2.3 | 5.5 | 7.3 | 9.2 | 11.4 | 13.0 | 14.0 |

| БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, млрд руб. | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Янв.-сен.10 | 2010 П | 2011 П | 2012 П | 2013 П |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Активы | 13 963 | 20 125 | 28 022 | 29 430 | 31 722 | 32 962 | 38 235 | 45 118 | 54 141 |
| % год к году | 44.0 | 44.1 | 39.2 | 5.0 | 12.6 | 12.0 | 16.0 | 18.0 | 20.0 |
| % к ВВП | 51.9 | 60.5 | 67.6 | 75.3 | - | 72.8 | 73.0 | 74.6 | 76.7 |
| Собственный капитал | 1 693 | 2 671 | 3 811 | 4 621 | 4 581 | 4 898 | 5 510 | 6 337 | 7 350 |
| % год к году | 36.3 | 57.8 | 42.7 | 21.2 | 2.6 | 6.0 | 12.5 | 15.0 | 16.0 |
| % к ВВП | 6.3 | 8.0 | 9.2 | 11.8 | - | 10.8 | 10.5 | 10.5 | 10.4 |
| % к активам | 12.1 | 13.3 | 13.6 | 15.7 | 14.4 | 14.9 | 14.4 | 14.0 | 13.6 |
| Депозиты населения | 3 810 | 5 159 | 5 907 | 7 485 | 8 879 | 9 543 | 11 929 | 14 494 | 17 393 |
| % год к году | 38.0 | 35.4 | 14.5 | 26.7 | 32.4 | 27.5 | 25.0 | 21.5 | 20.0 |
| % к ВВП | 14.2 | 15.5 | 14.3 | 19.1 | - | 21.1 | 22.8 | 24.0 | 24.6 |
| % к пассивам | 27.3 | 25.6 | 21.1 | 25.4 | 28.0 | 29.0 | 31.2 | 32.1 | 32.1 |
| Кредиты населению | 1 883 | 2 971 | 4 017 | 3 574 | 3 872 | 4 021 | 4 825 | 5 886 | 7 299 |
| % год к году | 78.3 | 57.8 | 35.2 | -11.0 | 7.0 | 12.5 | 20.0 | 22.0 | 24.0 |
| % к активам | 13.5 | 14.8 | 14.3 | 12.1 | 12.2 | 12.2 | 12.6 | 13.0 | 13.5 |
| % к депозитам населения | 49.4 | 57.6 | 68.0 | 47.7 | 43.6 | 42.1 | 40.4 | 40.6 | 42.0 |
| Просроченная задолженность | 51 | 97 | 149 | 243 | 289 | 306 | 357 | 400 | 467 |
| % к портфелю | 2.7 | 3.2 | 3.7 | 6.8 | 7.5 | 7.6 | 7.4 | 6.8 | 6.4 |
| Депозиты юридических лиц | 2 147 | 3 520 | 4 945 | 5 467 | 5 518 | 6 423 | 7 419 | 8 606 | 10 155 |
| % год к году | 68.9 | 64.0 | 40.5 | 10.5 | 3.9 | 17.5 | 15.5 | 16.0 | 18.0 |
| % к пассивам | 15.4 | 17.5 | 17.6 | 18.6 | 17.4 | 19.5 | 19.4 | 19.1 | 18.8 |
| Кредиты предприятиям | 6 148 | 9 316 | 12 510 | 12 542 | 13 629 | 13 859 | 16 076 | 19 130 | 22 765 |
| % год к году | 39.8 | 51.5 | 34.3 | 0.3 | 7.2 | 10.5 | 16.0 | 19.0 | 19.0 |
| % к активам | 44.0 | 46.3 | 44.6 | 42.6 | 43.0 | 42.0 | 42.0 | 42.4 | 42.0 |
| Просроченная задолженность | 70 | 86 | 266 | 763 | 818 | 832 | 932 | 1 090 | 1 252 |
| % к портфелю | 1.1 | 0.9 | 2.1 | 6.1 | 6.0 | 6.0 | 5.8 | 5.7 | 5.5 |
| Просроченная задолженность по кредитам | 121 | 183 | 415 | 1 006 | 1 107 | 1 137 | 1 289 | 1 491 | 1 719 |
| % к кредитному портфелю | 1.5 | 1.5 | 2.5 | 6.2 | 6.3 | 6.4 | 6.2 | 6.0 | 5.7 |
| Резервы на возможные потери по кредитам | 403 | 532 | 899 | 1 821 | 2 027 | 2 104 | 2 321 | 2 609 | 2 923 |
| % к кредитному портфелю | 5.0 | 4.3 | 5.4 | 11.3 | 11.6 | 11.8 | 11.1 | 10.4 | 9.7 |
| % к просроченной задолженности | 333 | 291 | 217 | 181 | 183 | 185 | 180 | 175 | 170 |
| Прибыль | 372 | 508 | 409 | 205 | 360 | 556 | 767 | 865 | 987 |
| % год к году | 42 | 37 | -19 | -50 | 1 053 | 171 | 38 | 13 | 14 |
| ROAA | 3.1 | 3.0 | 1.7 | 0.7 | 1.6 | 1.8 | 2.2 | 2.1 | 2.0 |
| ROAE | 25.3 | 23.3 | 12.6 | 4.9 | 10.5 | 11.7 | 14.7 | 14.6 | 14.4 |

| ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Янв.-сен.10 | 2010 П | 2011 П | 2012 П | 2013 П |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Доходы, млрд руб. | 6 279 | 7 765 | 9 258 | 7 337 | 6 007 | 8 250 | 9 080 | 9 590 | 10 350 |
| % год к году | 22.5 | 23.7 | 19.2 | -20.8 | 17.5 | 12.4 | 10.1 | 5.6 | 7.9 |
| % к ВВП | 23.3 | 23.4 | 22.3 | 18.8 | 18.4 | 18.2 | 17.3 | 15.9 | 14.7 |
| нефтегазовые доходы | 2 944 | 2 897 | 4 389 | 2 984 | 2 731 | 3 820 | 4 180 | 4 250 | 4 400 |
| % год к году | | -1.6 | 51.5 | -32.0 | 36.8 | 28.0 | 9.4 | 1.7 | 3.5 |
| % к ВВП | 10.9 | 8.7 | 10.6 | 7.6 | 8.3 | 8.4 | 8.0 | 7.0 | 6.2 |
| % к доходам | 46.9 | 37.3 | 47.4 | 40.7 | 45.5 | 46.3 | 46.0 | 44.3 | 42.5 |
| не нефтегазовые доходы | 3 335 | 4 884 | 4 869 | 4 353 | 3 276 | 4 430 | 4 900 | 5 340 | 5 950 |
| % год к году | | 46.4 | -0.3 | -10.6 | 5.0 | 1.8 | 10.6 | 9.0 | 11.4 |
| % к ВВП | 12.4 | 14.7 | 11.8 | 11.1 | 10.0 | 9.8 | 9.4 | 8.8 | 8.4 |
| % к доходам | 53.1 | 62.9 | 52.6 | 59.3 | 54.5 | 53.7 | 54.0 | 55.7 | 57.5 |
| Расходы, млрд руб. | 4 285 | 5 982 | 7 561 | 9 637 | 6 735 | 10 100 | 10 400 | 11 000 | 11 950 |
| % год к году | 22.0 | 39.6 | 26.4 | 27.5 | 4.5 | 4.8 | 3.0 | 5.8 | 8.6 |
| % к ВВП | 15.9 | 18.0 | 18.3 | 24.6 | 20.6 | 22.3 | 19.9 | 18.2 | 16.9 |
| Профицит, млрд руб. | 1 994 | 1 782 | 1 697 | -2 300 | -728 | -1 850 | -1 320 | -1 410 | -1 600 |
| % к ВВП | 7.4 | 5.4 | 4.1 | -5.9 | -2.2 | -4.1 | -2.5 | -2.3 | -2.3 |
| Резервный фонд * | | | | | | | | | |
| млрд руб. | | | 4 028 | 1 831 | 1 258 | 280 | 0 | 0 | 0 |
| \$ млрд | | | 137 | 61 | 41 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| % к ВВП | | | 9.7 | 4.7 | 2.8 | 0.6 | 0 | 0 | 0 |
| Фонд национального благосостояния | | | | | | | | | |
| млрд руб. | | | 2 584 | 2 769 | 2 722 | 2 851 | 2 769 | 2 739 | 2 751 |
| \$ млрд | | | 88 | 92 | 90 | 94 | 97 | 100 | 103 |
| % к ВВП | | | 6.2 | 7.1 | 6.0 | 6.3 | 5.3 | 4.5 | 3.9 |

* - до 2008 г. - Стабилизационный фонд

| ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, \$ млрд | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | Янв.-сен.10 | 2010 П | 2011 П | 2012 П | 2013 П |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Счет текущих операций | 94 | 78 | 104 | 49 | 61 | 75 | 55 | 40 | 30 |
| % год к году | 12 | -18 | 33 | -52 | 83 | 52 | -27 | -27 | -25 |
| % к ВВП | 9.5 | 6.0 | 6.2 | 4.0 | 5.6 | 5.0 | 3.0 | 1.8 | 1.1 |
| Экспорт товаров | 304 | 354 | 472 | 303 | 287 | 385 | 420 | 455 | 505 |
| % год к году | 25 | 17 | 33 | -36 | 38 | 27 | 9 | 8 | 11 |
| % к ВВП | 30.6 | 27.2 | 28.3 | 24.6 | 26.4 | 25.8 | 23.2 | 20.9 | 19.2 |
| экспорт углеводородов | 191 | 219 | 310 | 191 | 183 | 245 | 255 | 260 | 270 |
| % год к году | 28 | 15 | 42 | -39 | 41 | 28 | 4 | 2 | 4 |
| % к ВВП | 19.2 | 16.8 | 18.6 | 15.5 | 16.9 | 16.4 | 14.1 | 12.0 | 10.3 |
| % к общему объему экспорта | 63 | 62 | 66 | 63 | 64 | 64 | 61 | 57 | 53 |
| экспорт за исключением нефти и газа | 113 | 136 | 161 | 113 | 104 | 140 | 165 | 195 | 235 |
| % год к году | 19 | 20 | 19 | -30 | 32 | 24 | 18 | 18 | 21 |
| % к ВВП | 11.4 | 10.4 | 9.7 | 9.2 | 9.5 | 9.4 | 9.1 | 9.0 | 8.9 |
| % к общему объему экспорта | 37 | 38 | 34 | 37 | 36 | 36 | 39 | 43 | 47 |
| Импорт товаров | 164 | 223 | 292 | 192 | 172 | 245 | 300 | 360 | 425 |
| % год к году | 31 | 36 | 31 | -34 | 31 | 28 | 22 | 20 | 18 |
| % к ВВП | 16.6 | 17.2 | 17.5 | 15.6 | 15.9 | 16.4 | 16.6 | 16.6 | 16.2 |
| Торговое сальдо | 139 | 131 | 180 | 112 | 115 | 140 | 120 | 95 | 80 |
| % год к году | 18 | -6 | 37 | -38 | 50 | 25 | -14 | -21 | -16 |
| % к ВВП | 14.0 | 10.1 | 10.8 | 9.1 | 10.6 | 9.4 | 6.6 | 4.4 | 3.0 |
| Прямые иностранные инвестиции | 30 | 55 | 75 | 37 | 19* | 40 | 48 | 62 | 83 |
| % к ВВП | 3.0 | 4.2 | 4.5 | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.9 | 3.2 |
| Банки | 3 | 7 | 10 | 6 | 2 | 5 | 8 | 12 | 18 |
| % к ВВП | 0.3 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.7 |
| Прочие сектора | 27 | 48 | 65 | 30 | 17 | 35 | 40 | 50 | 65 |
| % к ВВП | 2.7 | 3.7 | 3.9 | 2.5 | 2.5 | 2.3 | 2.2 | 2.3 | 2.5 |
| Чистый отток капитала | 41 | 82 | -133 | -57 | -16 | -12 | 30 | 52 | 80 |
| % к ВВП | 4.2 | 6.3 | -8.0 | -4.6 | -1.5 | -0.8 | 1.7 | 2.4 | 3.0 |
| Банки | 28 | 46 | -57 | -30 | 16 | 26 | 40 | 52 | 65 |
| % к ВВП | 2.8 | 3.5 | -3.4 | -2.5 | 1.5 | 1.7 | 2.2 | 2.4 | 2.5 |
| Прочие сектора | 14 | 37 | -76 | -27 | -32 | -38 | -10 | 0 | 15 |
| % к ВВП | 1.4 | 2.8 | -4.6 | -2.2 | -2.9 | -2.5 | -0.6 | 0.0 | 0.6 |

* - данные по прямым иностранным инвестициям приведены за янв-июн 2010

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

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Рынок акций

Вокруг новых стимулов

В октябре мировые рынки продолжил расти в ожидании новых стимулирующих мер со стороны ФРС, которые не заставили себя долго ждать. Решение регулятора выделить еще \$ 600 млрд на покупку государственных бумаг в течение ближайших 8 месяцев было более чем благосклонно встречено мировыми фондовыми рынками, большинство из которых к началу ноября оказались на двухгодичных максимумах.

Мы сохраняем свою оценку целевой стоимости индекса РТС на конец 2010 г. в размере 1 800 пунктов, что предполагает потенциал менее 10 % к текущему уровню. В связи с тем, что год подходит к концу, более актуальным становится таргет на конец следующего, 2011 г., который мы предварительно оцениваем в 1 900 пунктов, но надеемся уточнить в рамках годовой Стратегии.

Рост на мировых фондовых рынках, начавшийся в сентябре, продолжился и в октябре, и в начале ноября на фоне того же основного драйвера: ожиданий новой волны ликвидности со стороны ФРС (QE2), которые оказались не напрасными. Оптимизм на мировых рынках не смогло подорвать даже достаточно неожиданное увеличение базовых процентных ставок Центральным Банком Китая в середине месяца, тем более что последние макроэкономические показатели Поднебесной, равно как и большинства других ключевых стран, поводов для беспокойства мировой экономике не давали. В результате к началу ноября сводный мировой индекс стоимости акций – MSCI World – обновил двухлетний максимум, продолжили обновлять вершины развивающиеся рынки и котировки сырьевых товаров.

Россия отстает от других emerging markets?

Российский рынок последние месяцы продолжает двигаться в русле тенденций мировых рынков. Уже почти полгода динамика индекса MSCI Russia и индекса ММББ практически один в один повторяет динамику общемирового фондового индекса MSCI World, разве что периоды острых коррекций в России проходили чуть более остро. На первый взгляд, данный факт способен принести некоторое разочарование, ведь мы привыкли, что российский рынок является рынком с высоким значением бета, а значит, в периоды роста он должен выглядеть сильнее среднемировых показателей. Кроме того, можно вспомнить, что в начале года российский рынок выглядел намного сильнее ведущих зарубежных площадок, российские акции торгуются с заметно более низким средним P/E по сравнению с мировыми рынками, да и многие другие развивающиеся рынки по динамике с начала года заметно превосходят российский рынок (MSCI Russia с января по ноябрь вырос на 7 %, индекс ММББ с поправкой на изменение валютных курсов – на 8.5 %, MSCI EM – на 14 %, MSCI China – на 21 %).

Динамика индекса MSCI Russia и мировых индексов с начала года



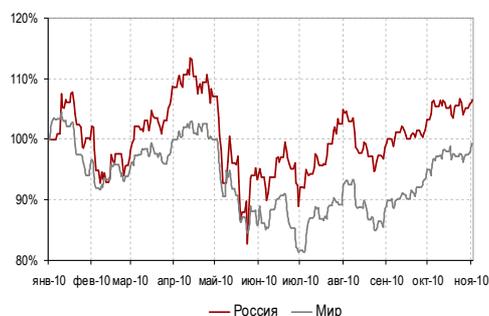
Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Все эти факты могут привести на мысль о том, что отношение глобальных инвесторов к российским бумагам меняется не в лучшую сторону, что является достаточно тревожной тенденцией, способной получить свое продолжение и в дальнейшем, или, напротив, создает определенный задел для «догоняющего» роста российских бумаг в последние месяцы года.

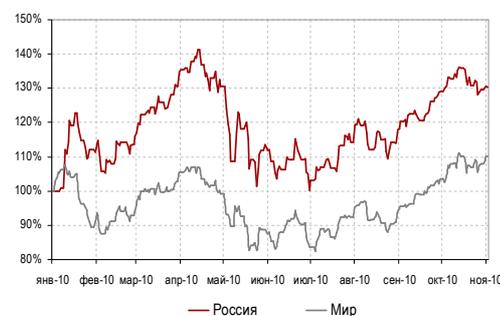
... или опережает?

Однако при более пристальном взгляде все эти рассуждения выглядят в корне ошибочными. В действительности основной причиной не слишком сильной динамики российских индексов по сравнению другими развивающимися рынками является отраслевая структура российского рынка, где на долю не избалованной вниманием инвесторов в этом году нефтегазовой отрасли приходится около половины капитализации по сравнению с лишь 10 % в MSCI World. В то же время значимую долю (около 12 %) в MSCI World занимает сектор IT, показывающий почти 15%-ный рост с начала года; не представлена в индексе ММББ и другая отрасль-фаворит года на мировых рынках – потребительский сектор, в то время как в мировых фондовых индексах компании сектора занимают около 20 %. Сравнивая российские отраслевые индексы ММББ (с поправкой на изменение валютных курсов) с соответствующими глобальными отраслевыми индексами MSCI по отдельности, можно убедиться, что по всем ключевым отраслям российский рынок с начала года выглядит намного сильнее западных аналогов, включая и «отстающую» нефтегазовую отрасль.

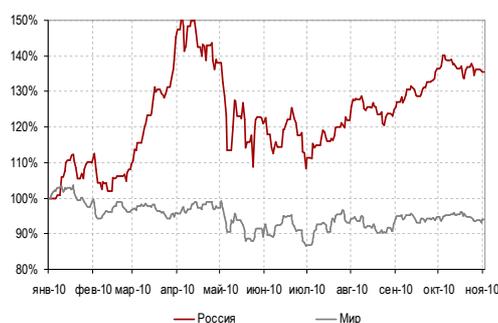
Нефть и газ



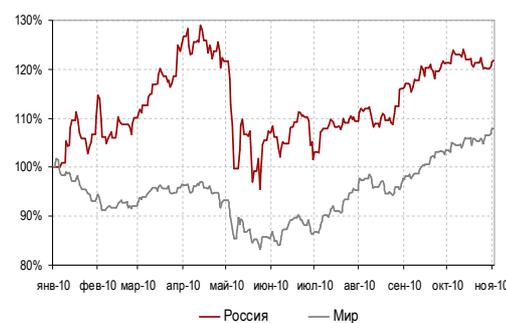
Металлы и горнодобыча



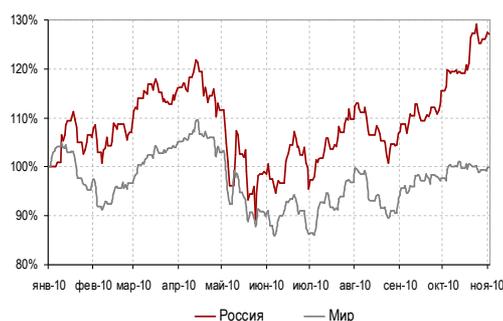
Электроэнергетика



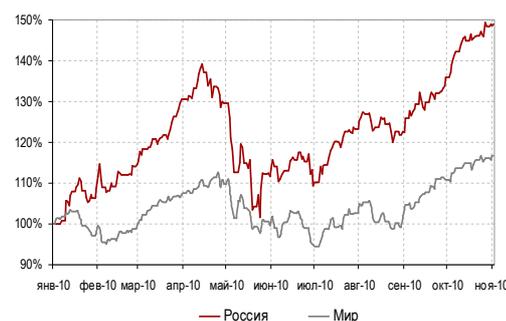
Телекоммуникации



Финансовый сектор



Потребительский сектор



Источник: Bloomberg

Причины, по которым российские отраслевые индексы растут быстрее мировых, специфические для каждой отдельно взятой отрасли. В «нефтянке» этому способствовали отдельные удачные идеи на уровне компаний (НОВАТЭК, Траснефть) в то время как по мировым индексам ударила авария на платформе BP, в металлургии – высокая самообеспеченность дорожающим сырьем, выгодно отличающая российские компании от зарубежных аналогов, в электроэнергетике и телекоммуникациях движущей силой роста российских бумаг послужили реформы и сделки M&A в секторе, российские банки в 2010 г. избежали многих проблем, которые оказывали давление на бумаги иностранных финансовых институтов (таких как скандал с закладными в США). Акции российских компаний потребительского сектора на рынке столь мало, а желание инвесторов поучаствовать самом быстрорастущем секторе российской экономики столь велико, что отечественные компании этой отрасли в текущем году дорожали почти в 3 раза быстрее мировых аналогов.

Будут ли вышеназванные факторы и дальше поддерживать котировки российских компаний? На наш взгляд, где-то да, а где-то – нет. В электроэнергетике и телекоммуникациях преобразования и консолидация отрасли еще идут полным ходом, в нефтяной отрасли идеи, которые даже теоретически могли бы поднять котировки какой-либо бумаги на десятки процентов за несколько месяцев, откровенно не видно, в металлургии на фоне торможения в сталелитейной отрасли Китая наличие своего сырья рискует превратиться из преимущества в недостаток, в то время как в потребительском секторе на нынешних ценовых уровнях можно ожидать бума новых размещений, которые хотя бы частично отвлекут средства инвесторов от уже существующих бумаг отрасли.

События октября

Весьма позитивные настроения на мировых рынках и возвращение глобальных фондовых индексов на апрельские максимумы способствовали приходу в октябре новой волны IPO российских компаний на мировых рынках, которая по масштабам превзошла предыдущую крупную волну этого года – в марте-апреле. Причем, если весной редкое IPO обходилось без сокращения объема размещения и/или ценового диапазона, то сейчас большинство размещений прошли удачно (а в случае Mail.ru – очень удачно), а пяти новым эмитентам удалось привлечь около \$ 2.6 млрд по сравнению с \$ 1.4 млрд в марте-апреле.

IPO российских компаний в октябре – начале ноября 2010 г.

| Компания | Пакет | Объем привлечения, \$ | | Комментарий |
|----------------|-------|-----------------------|-----------|--|
| | | Первоначальные планы | Результат | |
| Синергия | 15% | 104-115 | 104 | Размещение прошло по нижней границе ценового диапазона |
| IRC | 34% | 376-513 | 240 | Снижен объем и цена размещения |
| Mail.ru | 17% | 765-1003 | 1003 | Размещение прошло по верхней границе ценового диапазона |
| Окей | 14% | 377-491 | 419 | Размещение прошло по середине ценового диапазона |
| Мостотрест | 25% | 388-496 | 388 | Размещение прошло по нижней границе ценового диапазона |
| Трансконтейнер | 36% | 395-495 | 400 | Размещение прошло вблизи нижней границы ценового диапазона |
| Итого | | 2 315-3 113 | 2 554 | |

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Среди отдельных наиболее ярких идей месяца на рынке можно отметить уверенный рост котировок акций российских банков, продолжение роста бумаг АвтоВАЗа на фоне информации о возможной продаже контрольного пакета акций предприятия Группе Renault и возвращение интереса к бумагам Уралкалия на фоне появления первых признаков роста цен на рынке калийных удобрений.

Что ждать в ноябре?

Как и месяцем ранее, мы не ориентируем наших читателей на какую-либо одну или две недооцененные отрасли, предлагая точечные инвестиции внутри почти каждой из представленных на российском рынке отраслей.

После того как решение ФРС по выделению новых средств уже состоялось и уменьшение или увеличение \$ 600-миллиардной программы выкупа в ближайшие 8 месяцев выглядит

маловероятным, рынок, вероятно, будет уделять больше внимания макроэкономической статистике. Основное внимание, видимо, будет приковано к статистике по инфляции в США и Китае, который в октябре неожиданно активизировал сдерживающую денежно-кредитную политику, а также по важнейшим для американской экономики рынкам труда и недвижимости.

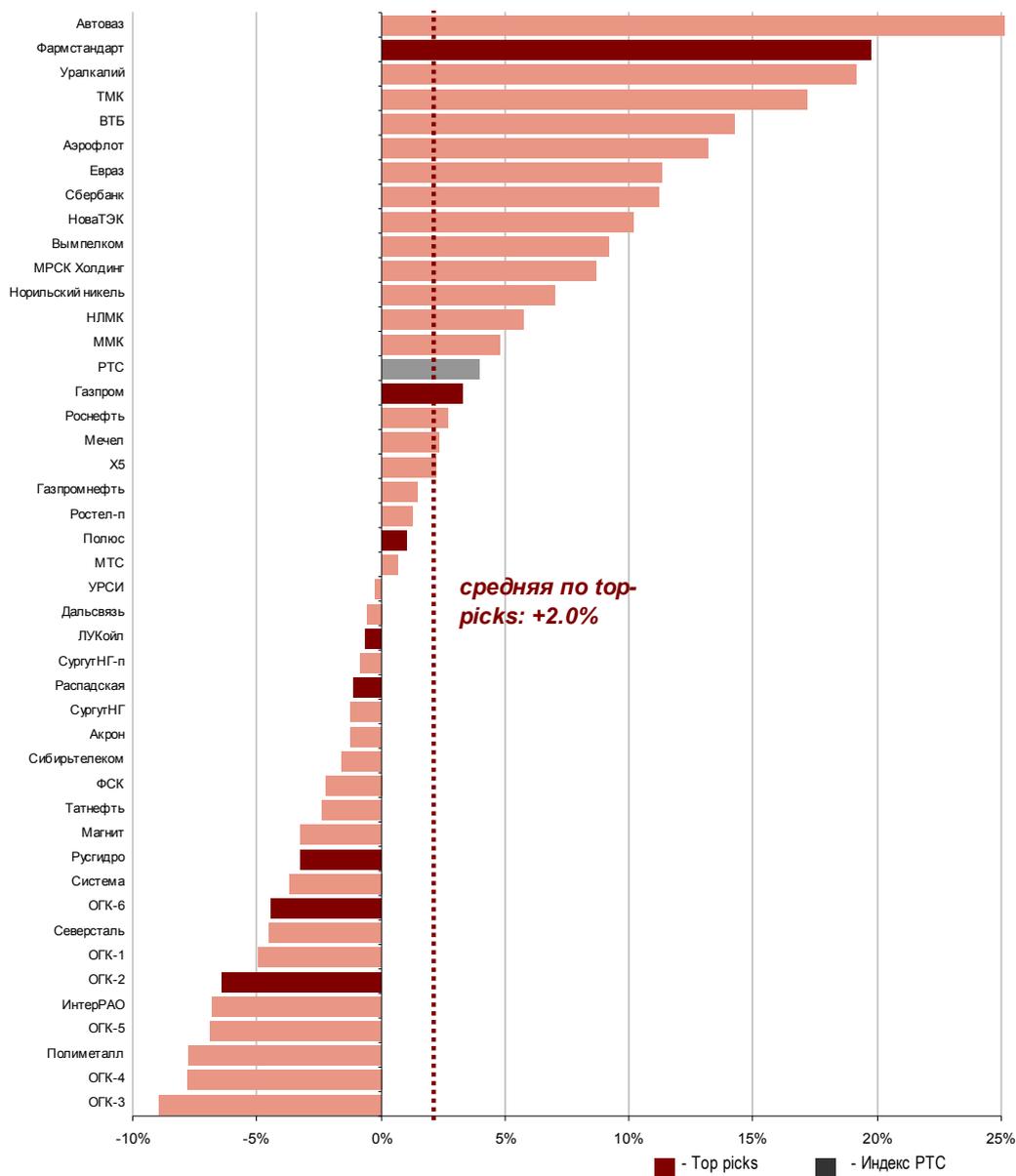
Пересмотр MSCI

В среду 10 ноября состоится очередной квартальный пересмотр индексов MSCI – событие, которое обычно оказывает значительное влияние на котировки вновь включаемых в индексы или исключаемых из них бумаг. Среди ожидаемых к включению в индекс бумаг большинство рыночных слухов выделяют бумаги Холдинга МРСК, упоминая также о возможном включении в индексы акций ММК, ЛСР, Мосэнерго, префов Мечела или Транснефти, ОГК-2, ОГК-3, Аэрофлота или Фармстандарта, в то время как главным кандидатом на выбытие называют Комстар. Нам представляется, что ликвидность всех вышеперечисленных бумаг, за исключением, пожалуй, уже изрядно подорожавших на слухах относительно MSCI акций Холдинга МРСК и обращающихся только в РФ префов Транснефти, вряд ли достаточна для включения в международные индексы. В этих условиях, на наш взгляд, разумнее делать ставку на изменения весов внутри уже существующих индексов. Например, нам представляется достаточно логичным, что вес крупнейшей золотодобывающей компании РФ – Полюс Золота, отменившей недавно тревожившую инвесторов процедуру RTO, в MSCI Russia будет увеличен с нынешних 1% (у Полиметалла, капитализация и ликвидность которого вдвое меньше, вес в индексе ниже всего на треть). Также нам кажется, что вес в индексе Норильского никеля (6%) после последнего понижения выглядит несопоставимо маленьким для одной из самых ликвидных российских бумаг и одного из лидеров мировой горнодобывающей отрасли, особенно в свете роста цен на цветные металлы и существенного удорожания майнинговых компаний в последние месяцы.

Ключевые рекомендации

С момента выпуска нашей предыдущей стратегии лишь 1 из 7 наших топовых рекомендаций удалось обогнать рынок, а средняя доходность top picks оказалась менее чем на 2 % ниже доходности индекса РТС, прибавившего за месяц 4 % на фоне 11%-ного роста котировок Сбербанка и 14%-ного роста акций ВТБ.

Динамика российских акций за последний месяц*, \$



* - с момента выпуска нашей последней стратегии 08.10.2010 по 08.11.2010

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы еще более сокращаем список наших top picks, убрав из него акции Фармстандарта – одной из лучших бумаг на рынке последнего месяца.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

В октябре при относительно стабильных котировках Brent в коридоре \$ 80-85 за баррель наконец-то появилась новая инвестиционная идея в нефтегазовом секторе: надежда на снижение налогового бремени для нефтяных компаний. По оценкам Минэнерго, к 2020 г. объем налоговых изъятий из выручки российских нефтяных компаний сократится с текущих 73 % до 65 %. В этом случае, по нашим расчетам, при текущих нефтяных ценах показатель EBITDA на баррель добычи нефтяников увеличится примерно на 20-30 %. Впрочем, новым налоговым правилам в отрасли еще предстоит материализоваться, а пока наши фавориты в секторе прежние – бумаги Газпрома, ЛУКОЙЛа и Газпром нефти.

Металлургия

Ситуация на мировом рынке стали по-прежнему напоминает стагнацию, что, на наш взгляд, вряд ли будет способствовать усилению интереса к бумагам сектора в конце года. Изменить ситуацию может разве что присуждение России права проведения Чемпионата мира по футболу 2018 г. в начале декабря, которое может значительно увеличить объемы инфраструктурного строительства в РФ в ближайшие годы. Впрочем, пока шансы на то, что это событие состоится, менее 50%, а наших фаворитов в секторе становится все меньше: в настоящее время это Евраз среди металлургов, Распадская среди угольщиков и Полус Золото среди производителей драгоценных металлов.

Банки

Удивительным образом ралли в акциях российского банковского сектора совпало с началом масштабной публичной кампании по приватизации банков. На наш взгляд этот спекулятивный фактор мог сыграть в росте банковских бумаг более существенную роль, чем фундаментальные тенденции и повысил котировки акций банков до своих «справедливых» уровней. По индикаторам «цена/капитал» акции российских банков смотрятся уже относительно дорого аналогов EM и торгуются с дисконтом только к акциям китайских банков. В этой стратегии мы переносим горизонт прогнозирования стоимости акций банков с конца 2010 г. на конец 2011 г. В этой связи мы повысили целевые уровни по анализируемым банкам и с прицелом на конец следующего года рекомендуем «покупать» акции Сбербанка и «держат» акции ВТБ.

Электроэнергетика

В октябре распределительные компании вошли в число лидеров роста на российском фондовом рынке, в то время как бумаги сектора генерации, напротив, выглядели довольно слабо. Мы обращаем внимание инвесторов на тот факт, что стоимость Холдинга МРСК по показателю EV/IRAB вплотную приблизилась к соответствующему показателю более ликвидной ФСК, что в дальнейшем может ограничивать рост бумаг распределительного комплекса. Тем не менее, мы не исключаем всплеска интереса к бумагам отдельных МРСК, в случае если региональные власти примут благоприятные решения по параметрам RAB, существенно превосходящие рыночные ожидания.

Телекоммуникации

Мы сохраняем осторожный взгляд на бумаги телекоммуникационного и медиа секторов. Не исключая коррекцию в большинстве бумаг с текущих уровней, мы рекомендуем отложить момент входа в акции, а по имеющимся позициям – фиксировать прибыль.

С фундаментальной точки зрения наибольший потенциал снижения, по нашим оценкам, имеют обыкновенные акции Ростелекома. Лучшее рынка могут выглядеть ADS VimpelCom Ltd., которые, на наш взгляд, должны стоить дороже, даже в случае национализации алжирской «дочки» OTH Djezzy, локальные акции МТС, дисконт которых к ADR на текущих уровнях слишком велик, а также префы Ростелекома в случае принятия поправок в дивидендную политику.

Индекс РТС

Мы сохраняем свою оценку целевой стоимости индекса РТС на конец 2010 г. в размере 1 800 пунктов, что предполагает потенциал чуть более 10 % к текущему уровню. В связи с тем, что год подходит к концу, более актуальным становится таргет на конец следующего, 2011 г., который мы предварительно оцениваем в 1 900 пунктов, но надеемся уточнить в рамках годовой Стратегии, публикация которой ожидается в середине декабря.

Основные рекомендации

| | Компания | Текущая цена, \$ | Цель на конец 2010г., \$ | Потенциал роста, % | Рекомендация |
|----------------------|-------------------|------------------|--------------------------|--------------------|--------------|
| Голубые фишки | | | | | |
| 1 | Лукойл | 57.44 | 78.40 | 36% | покупать |
| 2 | РусГидро | 0.051 | 0.070 | 36% | покупать |
| 3 | МТС-локальные | 8.55 | 11.20 | 31% | покупать |
| 4 | Газпромнефть | 4.02 | 5.16 | 28% | покупать |
| 5 | Газпром | 5.64 | 7.16 | 27% | покупать |
| 6 | Сбербанк* | 3.37 | 4.10 | 22% | покупать |
| 7 | Евраз Групп | 32.90 | 39.47 | 20% | покупать |
| 8 | МТС-ADR | 22.7 | 26.24 | 15% | держать |
| 9 | ВТБ* | 6.97 | 7.60 | 9% | держать |
| 10 | Норильский никель | 190 | 197 | 4% | держать |
| 11 | ФСК | 0.0120 | 0.0122 | 2% | держать |
| 12 | Сургутнефтегаз | 0.99 | 1.00 | 0% | держать |
| 13 | Роснефть | 7.15 | 6.53 | -9% | продавать |
| 14 | Татнефть | 4.91 | 4.21 | -14% | продавать |
| 15 | Уралкалий | 5.37 | 3.11 | -42% | продавать |

| Ликвидный второй эшелон | | | | | |
|--------------------------------|-----------------------|--------|--------|------|-----------|
| 1 | ОГК-3 | 0.05 | 0.075 | 40% | покупать |
| 2 | ОГК-1 | 0.036 | 0.05 | 39% | покупать |
| 3 | Распадская | 5.62 | 7.6 | 35% | покупать |
| 4 | Полюс Золото | 51.4 | 68.2 | 33% | покупать |
| 5 | ОГК-6 | 0.041 | 0.052 | 28% | покупать |
| 6 | ОГК-5 | 0.084 | 0.104 | 24% | покупать |
| 7 | ОГК-2 | 0.056 | 0.067 | 20% | покупать |
| 8 | Мечел | 25.51 | 30.4 | 19% | держать |
| 9 | ИнтерРАО | 0.0015 | 0.0018 | 19% | держать |
| 10 | СЗТ | 0.815 | 0.93 | 14% | держать |
| 11 | Уралсвязьинформ | 0.0394 | 0.044 | 14% | держать |
| 12 | ОГК-4 | 0.082 | 0.093 | 14% | держать |
| 13 | Сибирьтелеком | 0.072 | 0.08 | 14% | держать |
| 14 | Волгателеком | 3.78 | 4.2809 | 13% | держать |
| 15 | Акрон | 29.89 | 33.000 | 10% | держать |
| 16 | Банк Санкт-Петербург* | 4.894 | 5.400 | 10% | держать |
| 17 | Х5 | 41.90 | 45.23 | 8% | держать |
| 18 | Верофарм | 42.00 | 44.6 | 6% | держать |
| 19 | Северсталь | 14.29 | 14.85 | 4% | держать |
| 20 | Фармстандарт | 27.55 | 28.5 | 4% | держать |
| 21 | Полиметалл | 16.00 | 16.12 | 1% | держать |
| 22 | Холдинг МРСК | 0.170 | 0.168 | -1% | продавать |
| 23 | Новатэк | 8.49 | 8.4005 | -1% | продавать |
| 24 | ММК | 1.02 | 0.904 | -11% | продавать |
| 25 | Дикси | 12.83 | 11.11 | -13% | продавать |
| 26 | НЛМК | 3.71 | 3.054 | -18% | продавать |
| 27 | КАМАЗ | 2.35 | 1.9 | -19% | продавать |
| 28 | Магнит | 113.9 | 90.0 | -21% | продавать |
| 29 | Автоваз | 1.17 | 0.9 | -26% | продавать |

* - цель на конец 2011 года

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Лучшие идеи. Голубые фишки

| компания | код | отрасль | Цена \$ | Цель \$ | Потенциал | Комментарий |
|----------|------|-------------------|---------|---------|-----------|---|
| ЛУКОЙЛ | LKOH | нефть и газ | 57.44 | 78.40 | 36% | Мы позитивно оцениваем стратегию компании, направленную на максимизацию свободных денежных потоков. При этом поддержку бумагам LKOH может оказать скорое прекращение продаж бумаг компании со стороны Сопосо, а также возможное погашение или размещение на новых площадках выкупленных у Сопосо бумаг. |
| Газпром | GAZP | нефть и газ | 5.64 | 7.16 | 27% | Основными драйверами роста для Газпрома могут стать эффект низкой базы, продолжение либерализации ценообразования внутри РФ и низкая налоговая нагрузка на газовый сектор по сравнению с нефтяным. |
| РусГидро | HYDR | электроэнергетика | 0.05 | 0.070 | 36% | Являясь наиболее эффективным генератором, РусГидро сильнее других защищена от введения ограничений на рынке мощности. В ближайшее время компания планирует опубликовать новую стратегию развития. Как ожидается, в новой стратегии изменится отношение компании к вводам новых мощностей, что снизит риски некупаемости проектов, и существенно увеличатся планы по сделкам M&A как в России, так и за рубежом. |

Лучшие идеи. Второй эшелон

| компания | код | отрасль | Цена \$ | Цель \$ | Потенциал | Комментарий |
|--------------|-----------|----------------------------|-------------|-------------|-----------|--|
| Распадская | RASP | угольная промышленность | 5.62 | 7.6 | 35% | В конце лета, как мы и ожидали, в вопросе восстановления Распадской появилось больше определенности: компания завершила локализацию пожара и приступила к откачке воды из аварийной шахты. Прогресс в восстановлении шахты Распадской, на наш взгляд, будет основным драйвером роста бумаг компании в ближайшие месяцы. |
| Полюс Золото | PLZL | металлургия | 51.40 | 68.20 | 33% | Нестабильность курсов ведущих мировых валют побуждает центральные банки развивающихся стран вкладывать все больше резервов в золото, что позволяет предположить, что высокие цены на "желтый металл" сохранятся еще долгое время. В пользу Полюса в этих условиях говорит и способность компании резко увеличить выпуск уже в текущем году за счет запуска новых проектов. |
| ОГК-2/ОГК-6 | OGK2/OGK6 | электроэнергетика | 0.056/0.041 | 0.067/0.052 | 20-28% | В ближайшие месяцы мы ожидаем объявления параметров консолидации двух компаний. Помимо синергии за счет сокращения издержек такая консолидация должна существенно повысить ликвидность обращающихся на рынке бумаг. Установленная мощность новой объединенной компании будет сопоставима с размером мощностей РусГидро, что позволит рассматривать объединенную компанию в качестве новой "голубой фишки" сектора. |

Борисов Денис, к.э.н.
Borisov_DV@mmbank.ru
Вахрамеев Сергей, к.э.н.
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Нефть и газ

Налоговая реформа состоится?

В октябре котировки Brent были относительно стабильны: в коридоре \$ 80-85 за баррель. Среди важных событий, произошедших в нефтегазовом секторе, стоит выделить предложения Минэнерго по снижению налогового бремени нефтяных компаний. По оценкам Минэнерго, к 2020 г. объем налоговых изъятий из выручки российских нефтяных компаний сократится с текущих 73 % до 65 %.

Пока конкретные предложения относительно того, как именно изменятся ставки пошлин и НДС и исходя из какой ставки будет взиматься НДС, не прозвучали. Однако если оценки чиновников по снижению общей налоговой нагрузки с 73 % до 65 % окажутся верными, то при текущих нефтяных ценах показатель EBITDA на баррель добычи нефтяников увеличится примерно на 20-30 %.

Нашими главными фаворитами в секторе остаются бумаги ЛУКОЙЛа и Газпром нефти (котировки которой в октябре постепенно начали сокращать отставание от конкурентов).

Что касается газовой отрасли, то в октябре нас порадовал Газпром: котировки спотового рынка в Европе «догоняют» цены долгосрочных контрактов, и акции концерна начали пользоваться спросом у инвесторов, показав в октябре рост около 5 %.

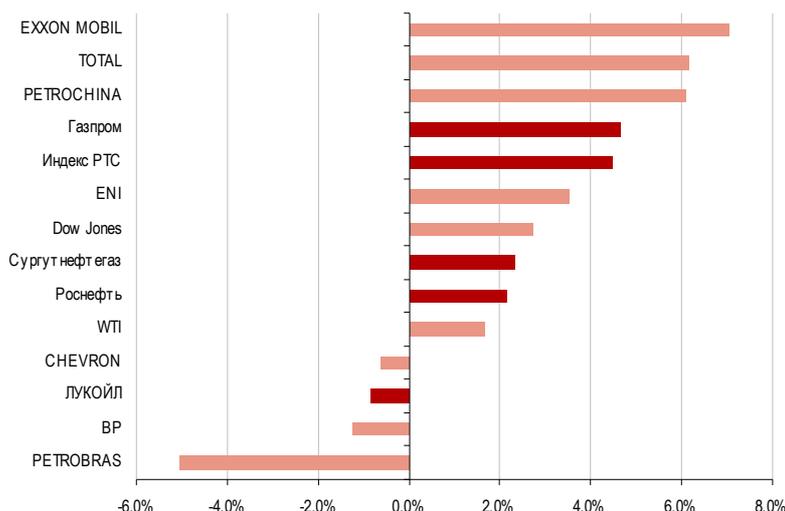
| | | Цена \$ | МСар млн. \$ | P/E 10 | EV/S 10 | EV/EBITDA 10 | Цель \$ | Потенциал | Рекомендация |
|-------------------|---------|---------|--------------|--------|---------|--------------|---------|-----------|--------------|
| Газпром | GAZP | 5.64 | 133 202 | 5.1 | 1.6 | 4.0 | 7.16 | 27% | покупать |
| Лукойл | LKOH | 57.44 | 48 634 | 6.1 | 0.6 | 3.7 | 78.40 | 36% | покупать |
| Роснефть | ROSN | 7.15 | 68 617 | 6.3 | 1.3 | 4.4 | 6.53 | -9% | продавать |
| ТНК-ВР | tnbp | 2.20 | 32 993 | 5.2 | 0.9 | 3.6 | 1.96 | -11% | продавать |
| Сургутнефтегаз | SNGS | 0.99 | 35 456 | 6.5 | 0.5 | 2.3 | 1.00 | 0% | держать |
| Сургутнефтегаз п. | SNGSP | 0.50 | 3 860 | | | | 0.56 | 12% | держать |
| Газпром нефть | SIBN | 4.02 | 18 989 | 5.4 | 0.8 | 4.4 | 5.16 | 28% | покупать |
| Татнефть | TATN | 4.91 | 10 199 | 5.7 | 0.8 | 4.3 | 4.21 | -14% | продавать |
| Татнефть п. | TATNP3 | 2.47 | 365 | | | | 2.25 | -9% | продавать |
| НОВАТЭК | NVTK | 8.49 | 25 756 | 21.1 | 6.9 | 14.9 | 8.40 | -1% | продавать |
| Транснефть п. | TRNFP | 1 181 | 7 836 | 1.5 | 1.1 | 1.8 | | | |
| БК Евразия | EDCLq.L | 27.75 | 4 096 | 19.6 | 2.2 | 10.2 | 15.70 | -43% | продавать |
| С.А.Т. oil | O2C | 8.56 | 418 | 18.0 | 1.0 | 5.9 | 9.54 | 11% | держать |
| Интегра | INTEq.L | 3.01 | 611 | -46.8 | 0.7 | 5.1 | 2.52 | -16% | продавать |

Основные тенденции

В течение последнего месяца из нефтегазовых компаний динамику заметно лучше рынка удалось продемонстрировать Газпрому (инвесторы вспомнили про фундаментальную недооцененность компании) и Сургутнефтегазу (на фоне девальвации рубля и роста добычи компании). Во втором эшелоне отметим рост бумаг НОВАТЭКа, которые вновь показали блестящие производственные результаты по добыче газа за октябрь (+11 % г-к-г). В целом газовые компании в октябре чувствовали себя намного лучше нефтяных.

За последний месяц большинству компаний сектора удалось обыграть котировки нефтяных фьючерсов. Российские компании, за исключением ЛУКОЙЛа (продолжает оказывать давление продажа акций ConocoPhillips), показали рост. Однако относительно слабый рост котировок свидетельствует о том, что участники ожидают, что изменения в подходе к налоговому регулировании произойдут не ранее, чем российский бюджет станет бездефицитным.

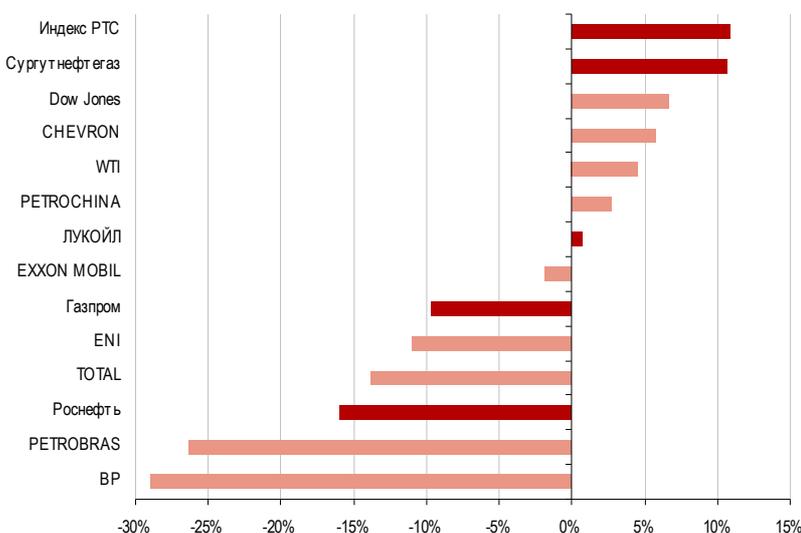
Динамика нефти, мировых индексов и акций нефтегазовых компаний за последний месяц



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

С начала года картина прежняя: лучше рынка выглядят акции Сургутнефтегаза за счет эффекта низкой базы, аутсайдером является Роснефть, хотя ее акции за последний месяц частично отыграли потери на новостях о продлении льготы по Ванкору на 4 месяца (в 2011 г.).

Динамика нефти, мировых индексов и акций нефтегазовых компаний с начала года



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Призывы российских нефтяных компаний по снижению налоговой нагрузки все-таки оказались услышаны Правительством, и вполне вероятно, что новая система заработает с 2012 г.

В конце октября в Самаре состоялось совещание по Генсхеме развития нефтяной отрасли, в ходе которого представителями российских властей был сделан ряд важных заявлений. В первую очередь отметим заявления премьер-министра РФ Владимира Путина о том, что Правительство рассматривает возможность принятия дополнительных мер по совершенствованию налоговой нагрузки на нефтяные проекты, которые не могут быть реализованы без господдержки, при этом срок действия экспортных пошлин для Ванкорского месторождения будет продлен на четыре месяца. Позднее министр энергетики Сергей Шматко разъяснил, что новая налоговая система для нефтяной отрасли будет предполагать наличие

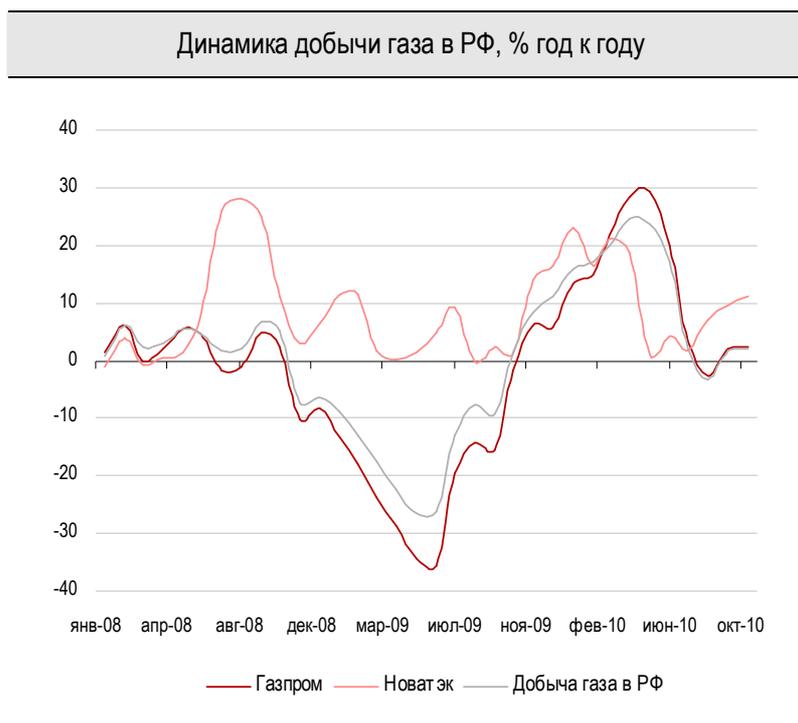
до 2020 г. налога на дополнительный доход (НДД), налога на добычу полезных ископаемых (НДПИ) и экспортную пошлину при сохранении адресной поддержки нуждающимся предприятиям (для сложных месторождений, месторождений с падающей добычей и т. п.). При этом, по оценкам чиновников, к 2020 г. объем налоговых изъятий из выручки российских нефтяных компаний сократится с текущих 73 % до 65 %.

Пока конкретные предложения относительно того, как именно изменятся ставки пошлин и НДПИ и исходя из какой ставки будет взиматься НДД, не прозвучали. Однако если оценки чиновников по снижению общей налоговой нагрузки с 73 % до 65 % окажутся верными, то при текущих нефтяных ценах показатель EBITDA на баррель добычи нефтяников увеличится примерно на 20-30 %.

В то же время Минфин предложил увеличить ставки экспортной пошлины на нефтепродукты до уровня 85-90 % от пошлины на нефть (ранее предлагалось ввести с 2013 г. единую пошлину на нефтепродукты в размере 60 % от пошлины на нефть). Основная цель возможных нововведений заключается в изъятии дополнительной маржи даунстрима (следствие ныне действующей налоговой системы) и понуждении ВИНКов к проведению масштабной модернизации собственных НПЗ для снижения выпуска мазута, не создающего добавленной стоимости при переработке нефти.

Отдельно данное предложение, без учета снижения пошлины на нефть, приведет к снижению EBITDA нефтяников в 2011 г. в среднем на 16 % (не считая Татнефти, у которой пока неясны перспективы проекта ТАНЕКО).

Что касается газовой отрасли, то ситуация улучшается, но очень слабо: октябрьский уровень добычи газа в РФ оказался выше уровня аналогичного периода прошлого года всего на 2 %.

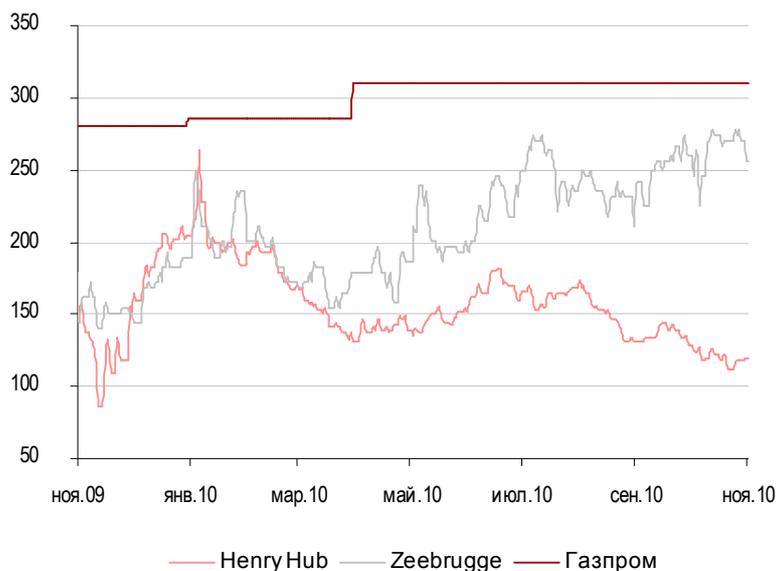


Источники: Reuters, Аналитический департамент Банка Москвы

При этом динамика добычи НОВАТЭКа идет вразрез с общей тенденцией: компании удается демонстрировать двузначные темпы роста добычи, и если такая динамика продолжится в зимний период, мы повысим наш целевой уровень по акциям компании.

Добыча Газпрома оставляет желать лучшего: темп ее роста в октябре 2010 г. к октябрю 2009 г. составил всего 2 %, однако на 3 % выше уровня аналогичного периода докризисного 2007 г. (возможно, из-за более низкой температуры). При этом спотовые цены в Европе с наступлением холодов начинают сближаться с газпромовскими и в октябре достигали уровня \$ 277 за тыс. куб. м. (всего на 11 % ниже контрактных).

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



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Мы будем пристально следить за динамикой добычи газа, которая особенно важна в зимний период.

Ключевые рекомендации

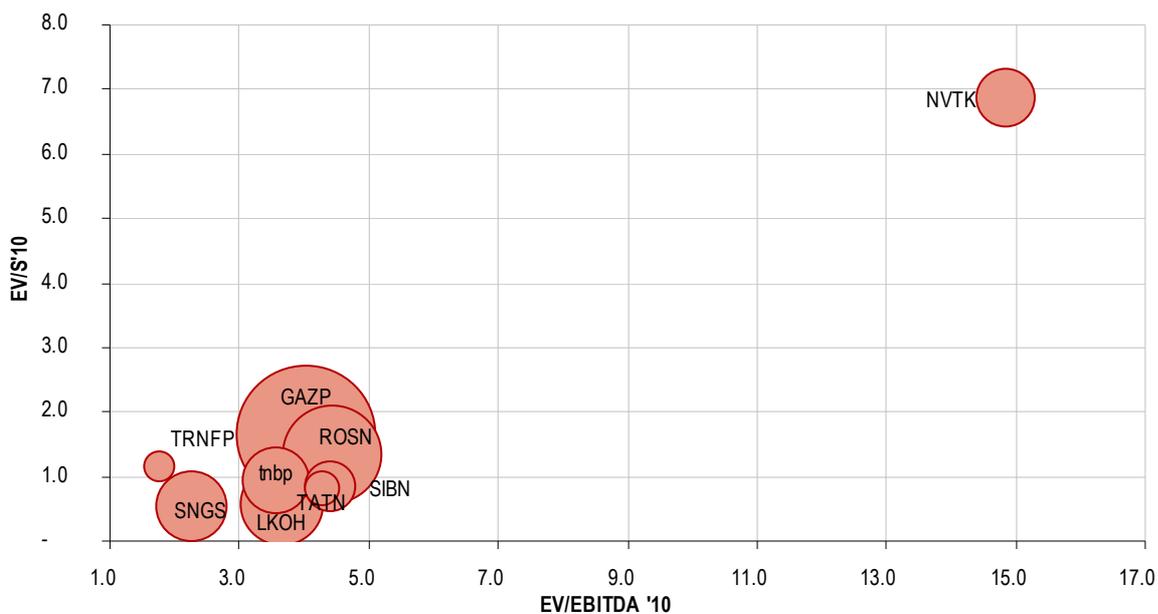
Нашими фаворитами в настоящий момент являются три компании: Газпром, ЛУКОЙЛ, и Газпром нефть.

Газпром. Основными драйверами роста для компании могут стать эффект низкой базы, продолжение либерализации ценообразования внутри РФ и низкая налоговая нагрузка на газовый сектор по сравнению с нефтяным.

ЛУКОЙЛ. Инвесторы позитивно оценивают стратегию ЛУКОЙЛа, направленную на максимизацию свободных денежных потоков (отчетность компании за 1-й и 2-й кварталы подтверждает серьезность намерений менеджмента). При этом на фоне ожидаемого роста налоговой нагрузки поддержку бумагам ЛКОН может оказать наличие развитого сегмента «Переработка и сбыт» и целого ряда зарубежных активов.

Газпром нефть. По российским меркам компания имеет достаточно сбалансированную структуру производства с высокой долей переработки (около 70%), при этом обвальное снижение котировок SIBN на фоне исключения бумаг компании из индекса MSCI Russia увеличило их фундаментальную привлекательность.

Оценка компаний сектора



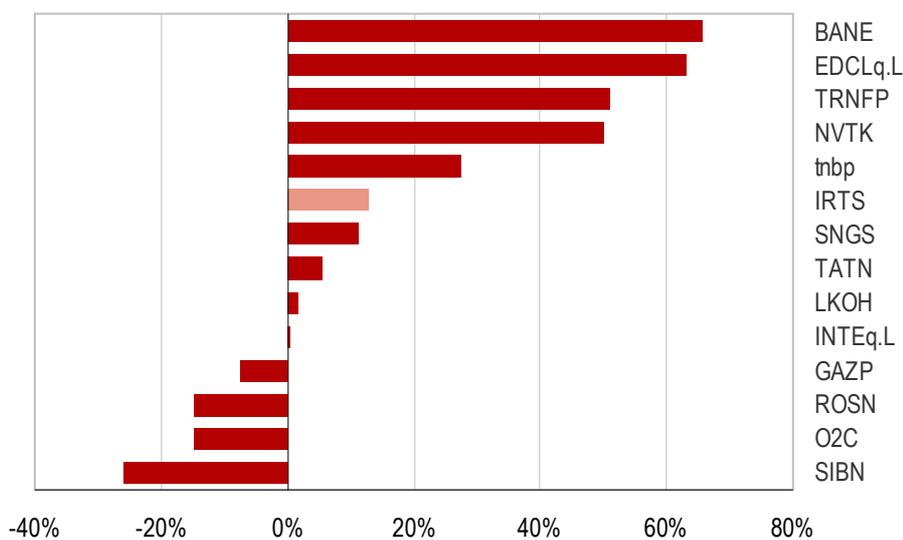
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

| | Выручка млн. \$ | | | ЕБИТДА млн. \$ | | | Чистая прибыль млн. \$ | | |
|----------------|-----------------|---------|---------|----------------|--------|--------|------------------------|--------|--------|
| | 2009 О | 2010 П | 2011 П | 2009 О | 2010 П | 2011 П | 2009 О | 2010 П | 2011 П |
| Газпром | 94 154 | 107 668 | 114 996 | 35 368 | 43 737 | 42 166 | 24 541 | 26 212 | 24 430 |
| Лукойл | 81 083 | 98 447 | 108 905 | 13 715 | 14 802 | 14 981 | 7 011 | 7 990 | 8 192 |
| Роснефть | 46 826 | 62 789 | 69 040 | 13 478 | 18 892 | 15 870 | 6 514 | 10 913 | 8 288 |
| ТНК-ВР | 31 172 | 39 015 | 42 327 | 7 986 | 9 963 | 9 388 | 5 175 | 6 369 | 5 708 |
| Сургутнефтегаз | 24 132 | 31 760 | 33 638 | 5 977 | 7 353 | 6 827 | 5 107 | 5 467 | 4 890 |
| Газпром нефть | 24 166 | 29 564 | 33 571 | 4 904 | 5 496 | 6 134 | 3 013 | 3 539 | 3 635 |
| Татнефть | 11 981 | 15 132 | 16 309 | 2 538 | 2 826 | 2 906 | 1 711 | 1 774 | 1 650 |
| НОВАТЭК | 2 831 | 3 866 | 4 928 | 1 231 | 1 784 | 2 384 | 820 | 1 221 | 1 679 |
| Транснефть п. | 10 853 | 14 010 | 16 235 | 6 758 | 8 960 | 9 941 | 3 812 | 5 186 | 5 844 |
| БК Евразия | 1 382 | 1 753 | 2 310 | 320 | 381 | 447 | 165 | 209 | 311 |
| С.А.Т. oil | 318 | 353 | 414 | 62 | 62 | 88 | 12 | 23 | 44 |
| Интегра | 836 | 1 025 | 1 176 | 55 | 146 | 167 | - 119 | - 13 | 36 |

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

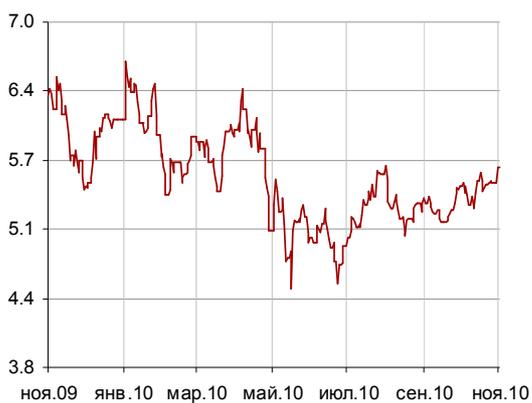
Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

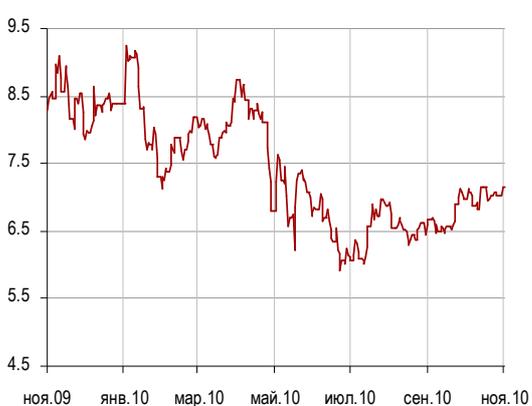
Газпром



НОВАТЭК



Роснефть



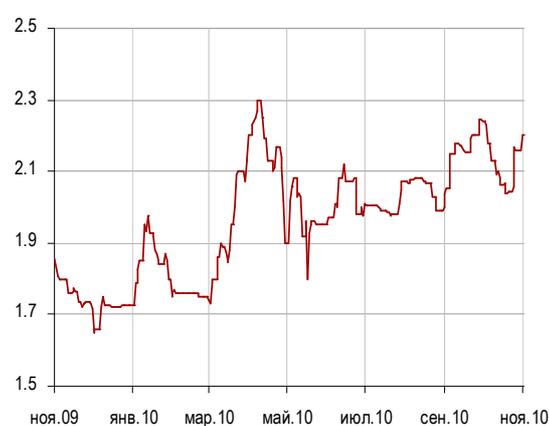
ЛУКОЙЛ



Сургутнефтегаз



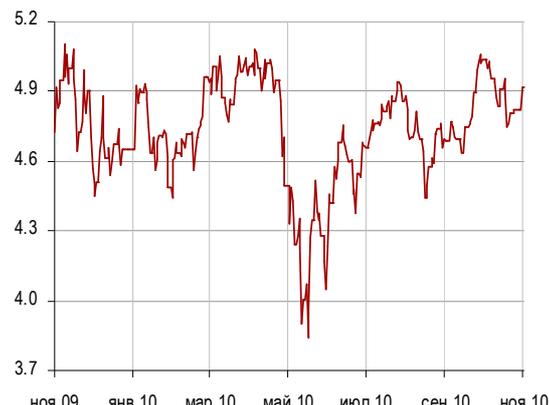
ТНК-ВР



Газпром нефть



Татнефть



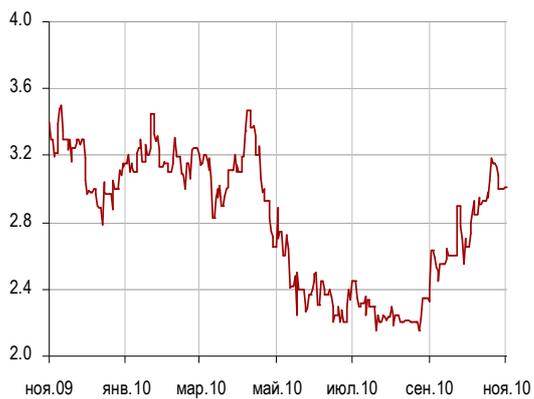
CAT OIL AG



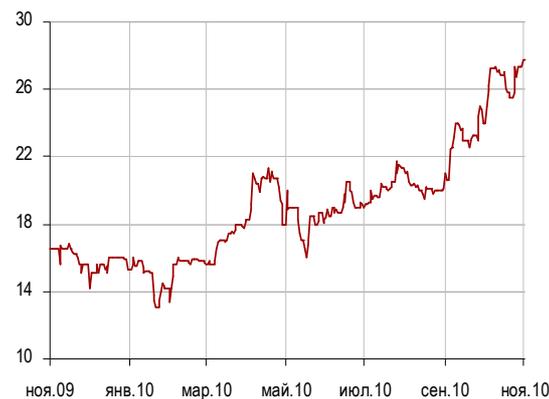
Башнефть



Интегра



Eurasia Drilling



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

Металлургия

Стагнация на рынке не способствует росту акций

В октябре большинство акций компаний сектора черной металлургии чувствовали себя не лучшим образом, несмотря на рост рынка в целом. Ситуация на рынке стали по-прежнему напоминает стагнацию, что не способствует усилению интереса инвесторов к сектору. При этом причин для коренного перелома этой ситуации до конца года мы не видим.

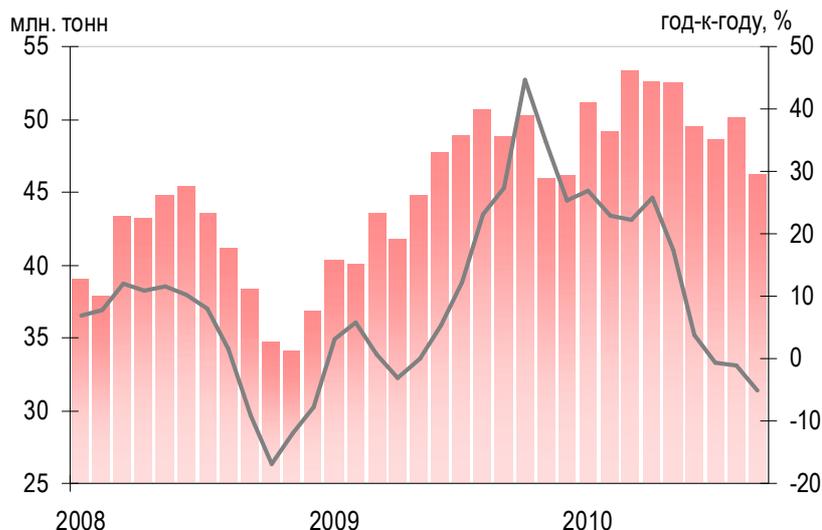
| | | Цена \$ | МСар млн. \$ | P/E 10 | EV/S 10 | EV/EBITDA 10 | Цель \$ | Потенциал | Рекомендация |
|-------------------|------|---------|--------------|--------|---------|--------------|---------|-----------|--------------|
| Евраз | EVR | 32.90 | 14 406 | 215.0 | 1.6 | 8.3 | 39.5 | 20% | покупать |
| НЛМК | NLMK | 3.71 | 22 211 | 15.4 | 2.8 | 9.8 | 3.05 | -18% | продавать |
| Северсталь | CHMF | 14.29 | 14 402 | 11.2 | 1.2 | 5.9 | 14.85 | 4% | держать |
| Мечел | MTLR | 25.51 | 10 619 | 10.9 | 2.1 | 7.4 | 30.40 | 19% | покупать |
| ММК | MAGN | 1.02 | 11 372 | 21.5 | 1.6 | 8.3 | 0.90 | -11% | продавать |
| ТМК | TRMK | 21.00 | 4 545 | 17.8 | 1.5 | 8.5 | 20.16 | -4% | продавать |
| Распадская | RASP | 5.62 | 4 389 | 16.9 | 6.8 | 10.8 | 7.60 | 35% | покупать |
| Норильский Никель | GMKN | 190.00 | 36 220 | 6.7 | 2.4 | 4.5 | 197 | 4% | держать |
| Полюс Золото | PLZL | 51.40 | 9 798 | 34.7 | 4.8 | 16.9 | 68.2 | 33% | покупать |
| Полиметалл | PMTL | 16.00 | 5 565 | 24.7 | 7.0 | 13.7 | 16.12 | 1% | держать |
| ВСМПО | VSMO | 96 | 1 110 | -79.3 | 2.0 | 12.7 | 157 | 63% | покупать |

Основные тенденции

Черная металлургия

В октябрьском выпуске Стратегии мы писали о том, что, несмотря на весьма позитивную макроэкономическую статистику из Китая, ситуация в металлургическом секторе КНР далека от радужной, что оказывает давление на мировые рынки металлургического сырья и стали в целом и лишает акции металлургических компаний важного драйвера для роста. За прошедший месяц наше мнение не претерпело существенных изменений: сентябрьские данные лишь подтверждают дальнейшее сокращение видимого потребления металла в Поднебесной, о том же говорят цифры за первые две декады октября, оставляя достаточно мало надежд на дальнейшее ралли на сырьевых рынках, которое в первой половине года (и позднее – в августе-сентябре) поддерживало котировки российских металлургов.

Видимое потребление стали в КНР



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В этих условиях некоторым утешением для компаний сектора является определенное ослабление курса рубля, наблюдаемое в последнее время. Однако значение этого фактора не столь велико, чтобы стать важным драйвером роста для акций металлургов, ведь доля экспортных поставок за последние год-полтора заметно сократилась, да и дальнейшего ослабления российской валюты мы не ожидаем.

Цветная металлургия

Ключевым событием октября в российской цветной металлургии стало внеочередное собрание акционеров Норильского никеля, на котором другая крупнейшая компания отрасли – РУСАЛ – безуспешно пыталась переизбрать Совет директоров ГМК. Конфликт акционеров в ГМК уже давно перешел в публичную плоскость. В октябре Интеррос публично объявил, что вместе с пулом инвесторов (куда, по всей вероятности, войдет сама ГМК) готов приобрести 25%-ный пакет РУСАЛа в Норникеле, начав торги с суммы в \$ 9 млрд, примерно соответствующей текущей рыночной стоимости.

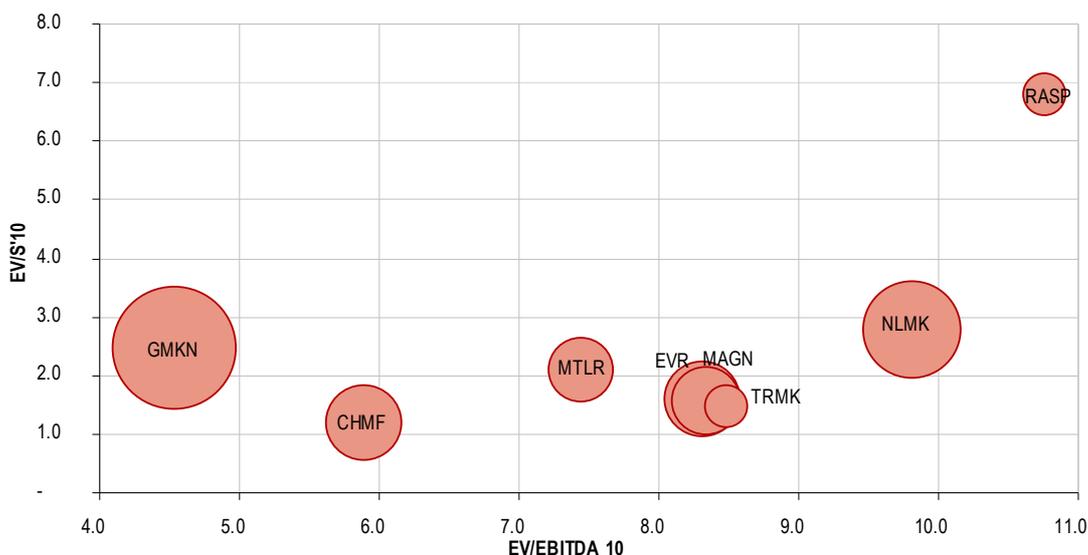
Продажа пакета РУСАЛа в ГМК пулу инвесторов, в который могли бы войти Интеррос и, большей частью, сам Норникель, представляется нам весьма вероятным сценарием развития событий. Отметим при этом, что, на наш взгляд, желание Интерроса и менеджмента ГМК купить этот пакет сильнее, чем желание РУСАЛа, уже не испытывающего серьезных проблем с кредиторами, его продать, а значит, цена сделки будет «ценой продавца», что позитивно для РУСАЛа и не очень хорошо для ГМК.

Именно предполагаемая сделка по приобретению собственных акций заставляет нас достаточно нейтрально относиться к бумагам Норникеля на текущих ценовых уровнях, несмотря на то что при нынешних ценах на никель и медь компания могла бы стоить и дороже.

Ключевые рекомендации

Мы больше не видим существенного потенциала роста для сектора в целом, говоря лишь об отдельных идеях в российской металлургии, которые, на наш взгляд, сохраняют свою привлекательность с фундаментальной точки зрения. К числу таких идей относятся в черной металлургии прежде всего бумаги **Евраза**, в угольной отрасли – **Распадской**, в сегменте цветных и драгоценных металлов – **Полюс Золота**.

Оценка компаний сектора



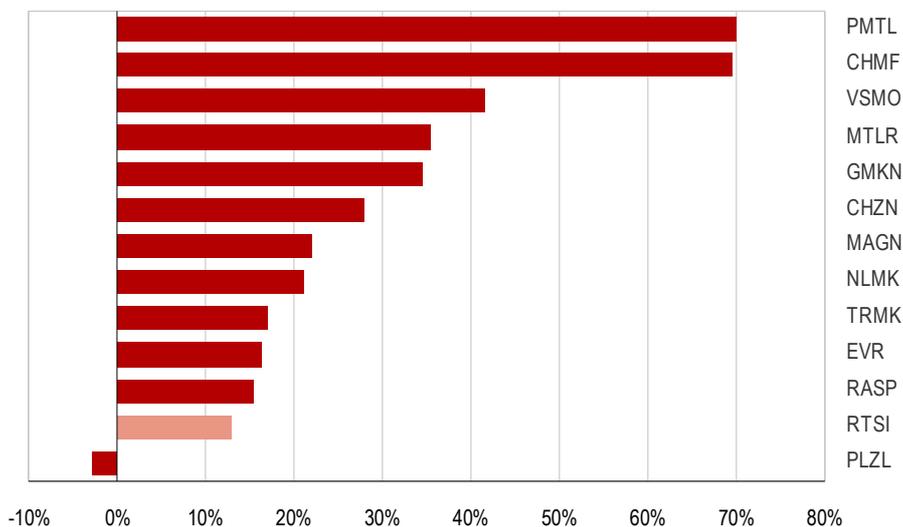
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

| | Выручка млн. \$ | | | ЕБИТДА млн. \$ | | | Чистая прибыль млн. \$ | | | |
|-------------------|-----------------|--------|--------|----------------|--------|--------|------------------------|--------|--------|-------|
| | 2009 | 2010 П | 2011 П | 2009 | 2010 П | 2011 П | 2009 | 2010 П | 2011 П | |
| Евраз | 9 772 | 13 613 | 14 997 | 585 | 2 599 | 3 039 | - | 1 251 | 67 | 747 |
| НЛМК | 6 140 | 8 356 | 10 428 | 1 370 | 2 361 | 3 268 | - | 216 | 1 438 | 2 236 |
| Северсталь | 12 952 | 15 930 | 17 774 | 812 | 3 168 | 3 675 | - | 1 037 | 1 289 | 1 614 |
| Мечел | 5 754 | 8 092 | 9 386 | 652 | 2 271 | 2 610 | - | 74 | 975 | 1 175 |
| ММК | 5 081 | 8 863 | 10 927 | 1 023 | 1 656 | 2 063 | - | 232 | 529 | 793 |
| ТМК | 3 461 | 5 526 | 5 962 | 321 | 955 | 1 098 | - | 316 | 255 | 345 |
| Распадская | 497 | 664 | 923 | 252 | 419 | 632 | - | 117 | 260 | 402 |
| Норильский Никель | 10 155 | 13 957 | 15 033 | 4 418 | 7 523 | 8 060 | - | 2 600 | 5 396 | 5 587 |
| Полюс Золото | 1 225 | 2 000 | 2 656 | 538 | 575 | 636 | - | 322 | 282 | 338 |
| Полиметалл | 561 | 881 | 1 304 | 226 | 452 | 701 | - | 96 | 225 | 373 |
| ВСМПО | 888 | 854 | 1 106 | 252 | 136 | 260 | - | 64 | - | 14 |

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



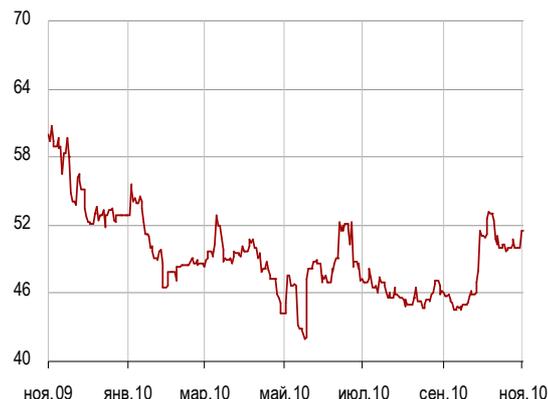
Источники: РТС, ММВБ

Динамика акций сектора за год

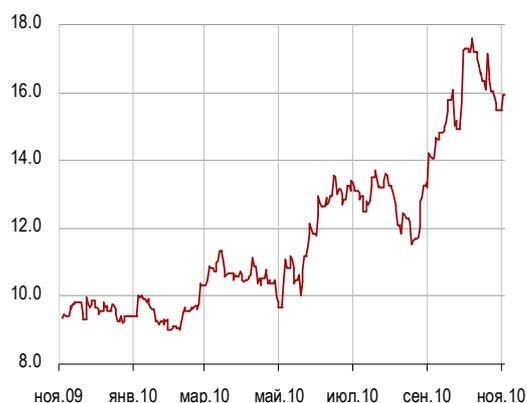
Норильский никель



Полюс Золото



Полиметалл



ТМК



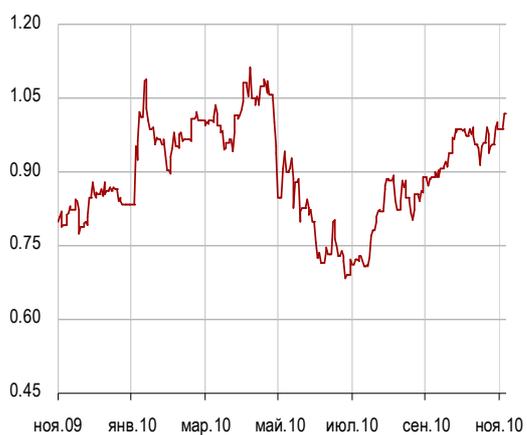
НЛМК



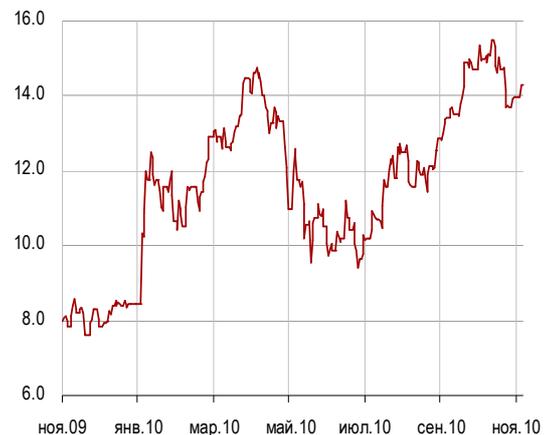
Евраз Групп



ММК



Северсталь



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru
Рубинов Иван, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Электроэнергетика

Электросети: все внимание на RAB

Октябрь стал свидетелем продолжения впечатляющего ралли в бумагах распределительных электросетей, подпитываемого как позитивными новостями относительно перехода некоторых филиалов на RAB-регулирование, так и ожиданиями включения акций головного Холдинга МРСК в индекс MSCI Russia. В целом согласованный в конце октября регулирующими органами размер первоначальной базы капитала пилотных проектов превысил нашу оценку и консенсус-прогноз рынка.

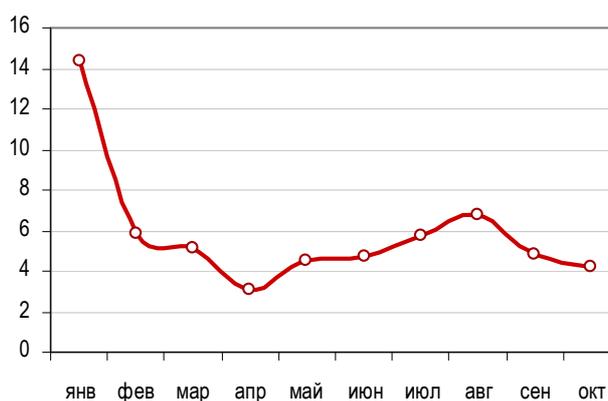
Окончательное утверждение параметров RAB-регулирования облегчает переход к методу оценки денежных потоков компании (DCF-метод), который, в отличие от оценки на основе сравнения с базой капитала (iRAB), как правило, дает более высокий результат. Тем не менее, в ближайшее время ключевым фактором роста акций распределительных электросетей по-прежнему останется превышение размера первоначальной базы капитала над консенсус-прогнозом рынка, как это произошло с бумагами МРСК Волги.

| | | Цена \$ | МСар млн. \$ | P/E 10 | EV/S 10 | EV/EBITDA 10 | Цель \$ | Потенциал | Рекомендация |
|---------------|------|---------|--------------|--------|---------|--------------|---------|-----------|--------------|
| РусГидро | HYDR | 0.051 | 14 830 | 11.1 | 3.1 | 6.6 | 0.070 | 36% | покупать |
| ФСК | FEES | 0.012 | 14 743 | 21.5 | 3.0 | 5.6 | 0.012 | 2% | держать |
| Интер РАО | IUES | 0.002 | 4 376 | 100.0 | 1.4 | 11.8 | 0.002 | 19% | держать |
| ОГК-1 | OGKA | 0.036 | 1 608 | 23.8 | 1.0 | 7.4 | 0.050 | 39% | покупать |
| ОГК-2 | OGKB | 0.056 | 1 833 | 28.2 | 1.3 | 12.2 | 0.067 | 20% | держать |
| ОГК-3 | OGKC | 0.054 | 2 550 | 22.8 | 0.7 | 5.9 | 0.075 | 40% | покупать |
| ОГК-4 | OGK4 | 0.082 | 5 161 | 31.3 | 2.7 | 15.5 | 0.093 | 14% | держать |
| ОГК-5 | OGKE | 0.084 | 2 968 | 15.4 | 2.2 | 8.6 | 0.104 | 24% | покупать |
| ОГК-6 | OGKF | 0.041 | 1 317 | -57.9 | 1.1 | 18.4 | 0.052 | 28% | покупать |
| Мосэнерго | MSNG | 0.106 | 4 210 | 37.0 | 1.1 | 7.4 | - | | |
| Иркутскэнерго | IRGZ | 0.773 | 3 686 | 29.3 | 2.5 | 11.0 | - | | |
| Холдинг МРСК | MRKH | 0.170 | 6 958 | 32.0 | 0.7 | 4.4 | 0.168 | -1% | продавать |
| МОЭСК | MSRS | 0.052 | 2 516 | 9.9 | 1.1 | 3.6 | 0.055 | 7% | держать |
| Ленэнерго | LSNG | 0.858 | 795 | 17.2 | 1.1 | 3.9 | 0.855 | 0% | продавать |
| МРСК Центра | MRKC | 0.045 | 1 901 | 10.1 | 1.1 | 5.0 | 0.036 | -20% | продавать |
| МРСК Сибири | MRKS | 0.011 | 957 | neg | 0.7 | 26.4 | 0.008 | -27% | продавать |
| МРСК Урала | MRKU | 0.010 | 914 | 46.3 | 0.5 | 4.6 | 0.009 | -10% | продавать |
| МРСК ЦП | MRKP | 0.009 | 1 044 | 39.1 | 0.7 | 5.3 | 0.009 | 2% | держать |
| МРСК СЗ | MRKZ | 0.007 | 679 | -9.2 | 0.8 | 16.5 | 0.007 | -1% | продавать |
| МРСК Волги | MRKV | 0.005 | 877 | -36.2 | 0.8 | 9.2 | 0.004 | -9% | продавать |
| МРСК Юга | MRKA | 0.006 | 304 | neg | 1.0 | 6.5 | 0.004 | -29% | продавать |
| МРСК СК | MRKK | 5.900 | 174 | neg | 0.5 | 3.3 | 4.530 | -23% | продавать |

Основные тенденции

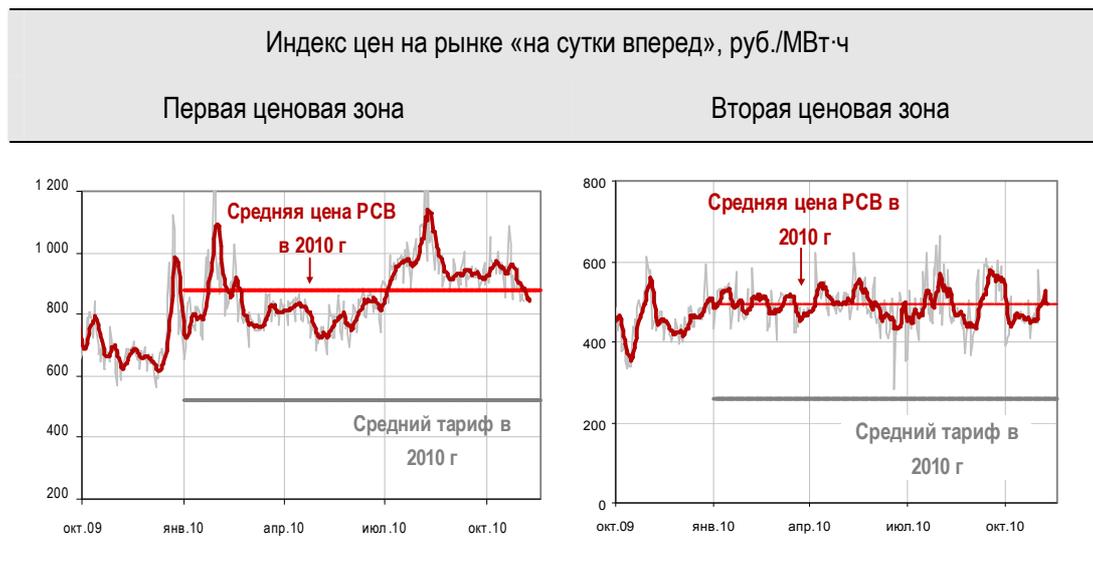
Согласно данным с сайта Системного оператора, в октябре рост потребления российской электроэнергии немного замедлился и без учета изолированной дальневосточной энергетики составил 4.2 % год к году. Это самые низкие темпы роста спроса на электроэнергию начиная с апреля.

Рост потребления электроэнергии г-к-г, %



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

Свободные цены электроэнергии в начале ноября находились вблизи своих среднегодовых уровней: в европейской зоне – в районе 840 руб./МВт·ч, в зоне Сибири – 500 руб./МВт·ч. Несмотря на наметившееся снижение стоимости электроэнергии в зоне «Европа+Урал», уровень цен остается весьма удовлетворительным для большинства компаний и превышает средневзвешенный тариф ФСТ более чем на 300 руб./МВт·ч.



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

В конце октября дополнительное ускорение получил процесс перехода распределительных сетей на RAB-регулирование. Напомним, что первоначально переход первых 23 регионов на RAB планировался с 1 июля, оставшихся регионов – с 1 января. Тем не менее, в июле ожидаемый переход части регионов не состоялся из-за неподготовленности законодательной базы, необходимой для удлинения срока регулирования до 5 лет. Затем дата перехода регионов, готовых к новому регулированию с июля, несколько раз сдвигалась, и, наконец, в октябре на заседании ФСТ новое тарифообразование было согласовано для двух регионов – Орел и Брянск в зоне действия МРСК Центра. Датой перехода данных регионов на RAB-регулирование стало 1 ноября. МРСК Центра опубликовала первоначальную базу капитала, которая была близка к оценкам, предлагаемым самой компанией. Средний коэффициент переоценки для двух филиалов МРСК Центра мы оцениваем в 2.2.

Кроме того, ФСТ был согласован переход на RAB еще в 11 регионах начиная с 01.01.2011, а именно, в 5 регионах МРСК Волги, 2 регионах МРСК ЦП и 4 регионах МРСК Центра. Параметры регулирования оказались ниже предыдущих оценок самих компаний (например, для МРСК Волги и МРСК ЦП – на 30-35%), но существенно выше наших прогнозов и рыночного консенсуса. Тем не менее, мы обращаем внимание на то, что согласованные параметры регулирования являются предварительными и могут быть изменены ФСТ при окончательном утверждении документа.

Первоначальная база капитала для RAB-тарифообразования

| млн руб. | Предварительная оценка менеджмента | Согласовано ФСТ | Откл., % | Возможный коэффициент переоценки |
|---------------------|------------------------------------|-----------------|----------|----------------------------------|
| Переход с 1 ноября: | | | | |
| Брянскэнерго | 6 041 | 5 989 | -0.9 | 1.93 |
| Орелэнерго | 6 611 | 6 407 | -3.1 | 3.08 |
| Всего, МРСК Центр | 12 652 | 12 396 | -2.0 | 2.39 |
| Переход с 1 января: | | | | |
| Костромаэнерго | 7 519 | 7 437 | -1.1 | 2.74 |
| Воронежэнерго | 12 929 | 12 650 | -2.2 | 2.34 |
| Смоленскэнерго | 13 781 | 13 735 | -0.3 | 3.54 |
| Тамбовэнерго | 6 602 | 5 515 | -16.5 | 1.93 |
| Всего, МРСК Центр | 40 831 | 39 337 | -3.7 | 2.65 |
| Ивэнерго | 5 138 | 3 847 | -25.1 | 1.96 |
| Кировэнерго | 9 631 | 5 498 | -42.9 | 2.41 |
| Всего, МРСК ЦП | 14 769 | 9 345 | -36.7 | 2.20 |
| Всего, МРСК Волги | 111 992 | 77 000 | -31.2 | 1.78 |

Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

Хотя параметры RAB-регулирувания согласованы ФСТ для менее чем половины из предполагаемых к переходу с ноября регионов, на наш взгляд, сам факт начала согласования является для сетей крайне позитивным фактором, который подтверждает полную подготовленность законодательной базы в условиях 5-летнего срока регулирования.

Окончательное утверждение параметров RAB-регулирувания позволит нам до конца года кардинально изменить методику оценки компаний. Вплоть до настоящего времени мы оценивали стоимость компаний на основе матрицы чувствительности стоимости капитала WACC к предлагаемой государством нормы доходности. Исходя из стоимости капитала WACC в 16-17 % и долгосрочной нормы доходности в 11 %, справедливое соотношение стоимости компании к базе капитала (EV/RAB) оценивается нами в 0.5, что близко к текущим рыночным котировкам компаний. Между тем публикация параметров RAB-регулирувания облегчает переход к методу оценки денежных потоков компании (DCF-метод), который предполагает более точный учет будущей деятельности, включая размер капитальных вложений и т. п.

Вместе с тем мы считаем, что вне зависимости от метода оценки ключевым фактором роста стоимости распределительных сетей будет в основном превышение размера первоначальной базы капитала над консенсус-прогнозом рынка, как это и произошло в случае МРСК Волги.

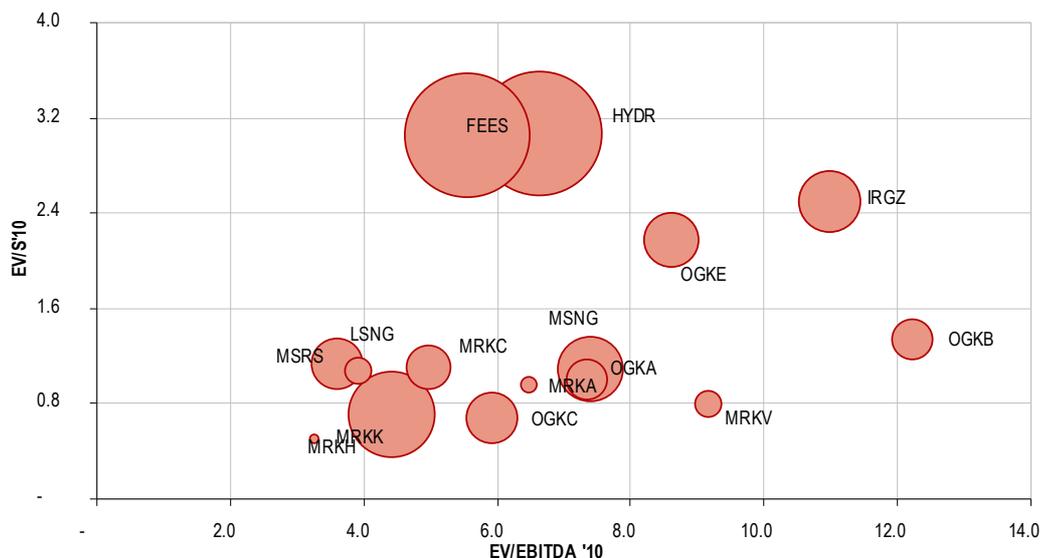
В настоящее время Холдинг МРСК торгуется на уровне показателя EV/RAB в 0.5, а ФСК, успешно перешедшая на RAB с начала 2010 г., – на уровне 0.58. Таким образом, текущий дисконт распределительных сетей по сравнению с ФСК составляет примерно 15 %, что выглядит оправданным с учетом высокой ликвидности бумаг ФСК и отсутствием рисков потери доходов по договорам «последней мили».

Ключевые рекомендации

В ноябре должны проясниться основные моменты долгосрочного регулирования отрасли и параметры допэмиссии ИнтерРАО, оплата которой будет производиться генерирующими активами. Тем не менее, во многом рост рынка акций в последние месяцы уже заложил в текущие котировки ожидания предстоящих решений, связанных с регулированием бизнеса энергокомпаний, и возможный позитив от оценки акций генерирующих компаний в рамках консолидации ИнтерРАО.

В текущих условиях нам кажутся интересными бумаги, явно отстающие от рынка, – РусГидро, ОГК-1 и ОГК-3, а также акции ОГК-2 и ОГК-6, перспективы слияния последних также станут известны в скором времени.

Оценка компаний сектора



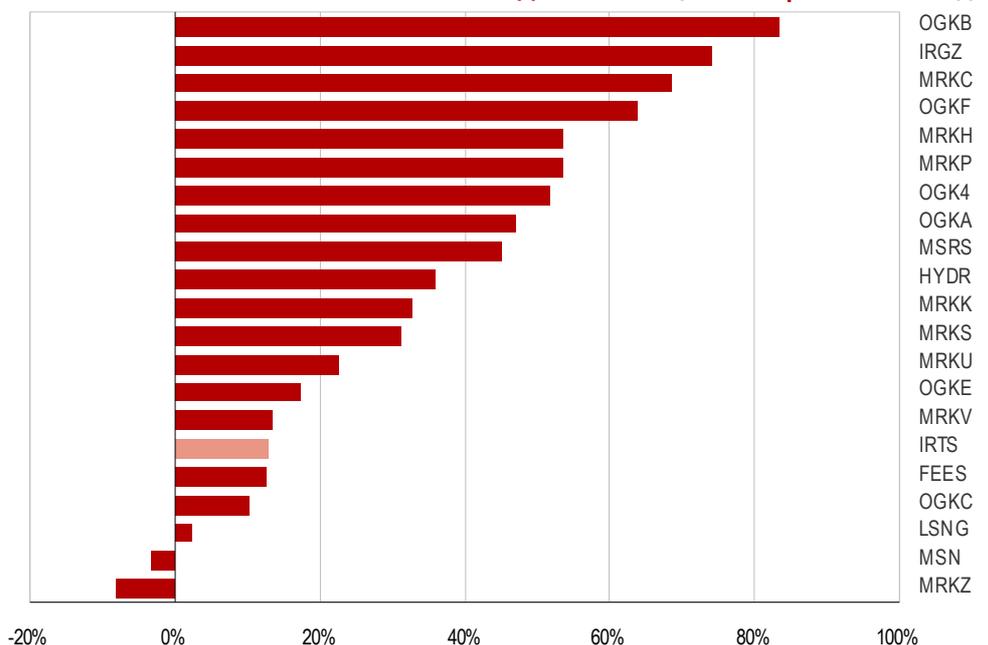
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

| | Выручка млн. \$ | | | ЕВITDA млн. \$ | | | Чистая прибыль млн. \$ | | |
|---------------|-----------------|--------|--------|----------------|--------|--------|------------------------|--------|--------|
| | 2009 О | 2010 П | 2011 П | 2009 О | 2010 П | 2011 П | 2009 О | 2010 П | 2011 П |
| РусГидро | 3 635 | 4 660 | 6 032 | 1 615 | 2 145 | 2 967 | 964 | 1 337 | 1 918 |
| ФСК | 2 898 | 4 343 | 4 911 | 959 | 2 377 | 2 552 | - 1 938 | 686 | 1 198 |
| Интер РАО | 2 145 | 2 676 | 3 310 | 156 | 319 | 469 | - 392 | 44 | 188 |
| ОГК-1 | 1 550 | 1 608 | 2 094 | 172 | 218 | 380 | 98 | 68 | 218 |
| ОГК-2 | 1 286 | 1 591 | 1 935 | 118 | 173 | 153 | 34 | 65 | 5 |
| ОГК-3 | 1 243 | 1 220 | 1 552 | 128 | 138 | 210 | 135 | 112 | 149 |
| ОГК-4 | 1 353 | 1 667 | 2 164 | 283 | 285 | 476 | 174 | 165 | 276 |
| ОГК-5 | 1 372 | 1 648 | 2 110 | 244 | 414 | 591 | 101 | 193 | 316 |
| ОГК-6 | 1 321 | 1 321 | 1 774 | 173 | 81 | 217 | 77 | - 23 | 18 |
| Мосэнерго | 3 553 | 4 055 | 4 742 | 500 | 595 | 716 | 52 | 114 | 223 |
| Иркутскэнерго | 1 363 | 1 515 | 1 579 | 298 | 343 | 446 | 114 | 126 | 156 |
| Холдинг МРСК | 14 563 | 15 745 | 17 595 | 2 724 | 2 485 | 2 808 | 436 | 218 | 426 |
| МОЭСК | 2 708 | 3 510 | 3 779 | 882 | 1 093 | 1 126 | 339 | 254 | 306 |
| Ленэнерго | 925 | 1 145 | 1 445 | 328 | 310 | 530 | 89 | 46 | 173 |
| МРСК Центра | 1 551 | 2 072 | 2 725 | 305 | 454 | 710 | 66 | 189 | 327 |
| МРСК Сибири | 1 260 | 1 549 | 2 116 | 95 | 44 | 353 | - 24 | - 95 | 128 |
| МРСК Урала | 1 662 | 2 068 | 2 482 | 196 | 233 | 361 | 66 | 20 | 119 |
| МРСК ЦП | 1 494 | 1 935 | 2 330 | 189 | 250 | 412 | 24 | 27 | 132 |
| МРСК СЗ | 844 | 1 022 | 1 237 | 101 | 49 | 115 | 2 | - 73 | - 35 |
| МРСК Волги | 930 | 1 323 | 1 714 | 154 | 115 | 297 | 41 | - 24 | 107 |
| МРСК Юга | 600 | 773 | 1 055 | 121 | 114 | 246 | - 35 | - 69 | 16 |
| МРСК СК | 315 | 404 | 492 | 26 | 61 | 86 | - 18 | - 5 | 9 |

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года

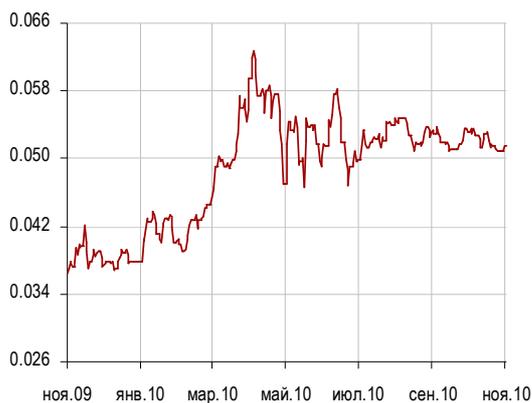


Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

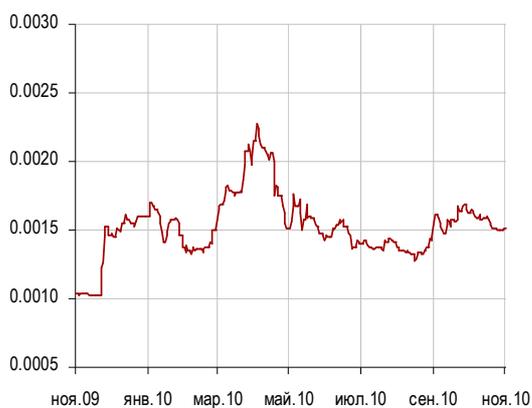
РусГидро

ФСК ЕЭС



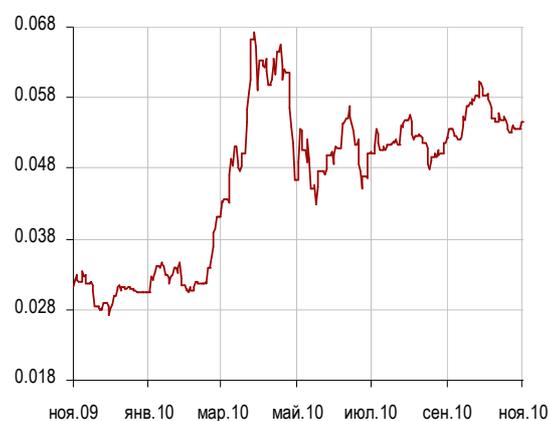
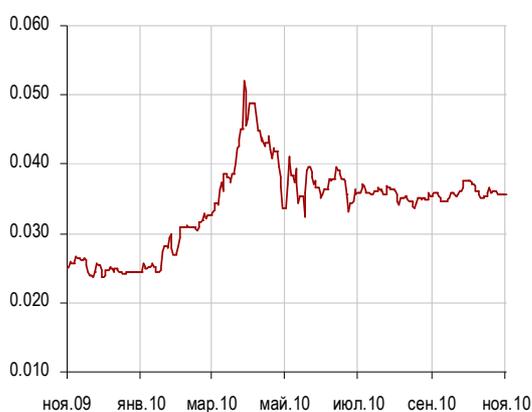
ИнтерРАО

Холдинг МРСК



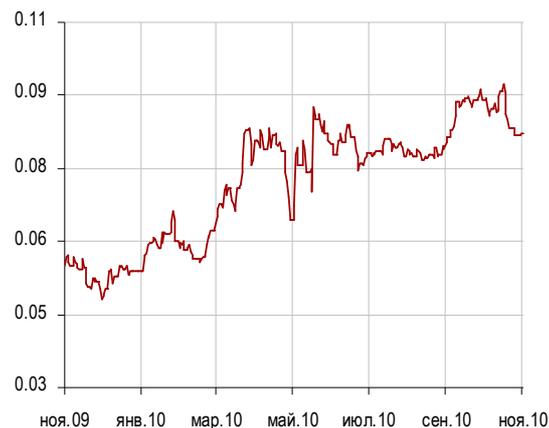
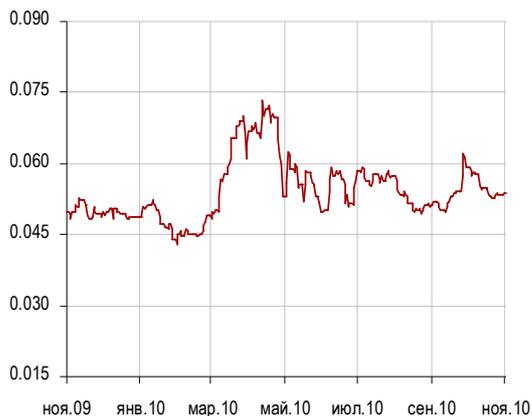
ОГК-1

ОГК-2

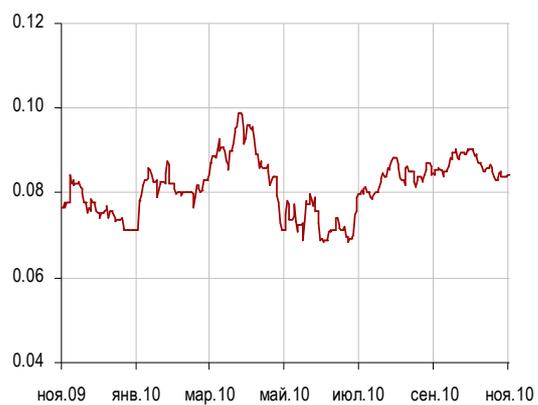


ОГК-3

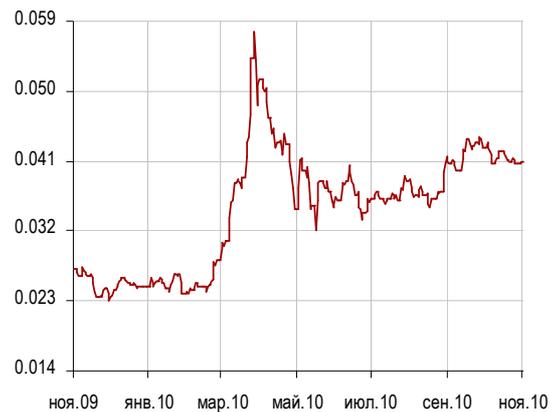
ОГК-4



ОГК-5



ОГК-6



Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Телекоммуникации

Сектор не выглядит дешевым

Мы сохраняем осторожный взгляд на бумаги телекоммуникационного и медиа секторов. Не исключая коррекцию в большинстве бумаг с текущих уровней, мы рекомендуем отложить момент входа в акции, а по имеющимся позициям – фиксировать прибыль.

С фундаментальной точки зрения наибольший потенциал снижения, по нашим оценкам, имеют обыкновенные акции Ростелекома. Хуже рынка также могут смотреться акции СТС-Медиа. Лучшие рынка имеют шансы выглядеть ADS VimpelCom Ltd., которые, на наш взгляд, должны стоить дороже, даже в случае национализации алжирской «дочки» OTH Djezzy, локальные акции МТС, дисконт которых к ADR на текущих уровнях слишком велик, а также префы Ростелекома в случае принятия поправок в дивидендную политику.

| | | Цена \$ | МCap млн. \$ | P/E 10 | EV/S 10 | EV/EBITDA 10 | Цель \$ | Потенциал | Рекомендация |
|-----------------|---------|---------|--------------|--------|---------|--------------|---------|-----------|--------------|
| МТС(ADR) | MBT.N | 22.7 | 22 664 | 10.1 | 2.50338 | 5.7 | 26.2 | 15% | покупать |
| МТС (локальные) | MTSS | 8.55 | 17 043 | 7.6 | 2.0 | 4.5 | 11.20 | 31% | покупать |
| VimpelCom Ltd. | VIP.N | 15.7 | 20 865 | 11.8 | 2.3 | 4.8 | | | пересмотр |
| Ростелеком | RTKM | 4.53 | 3 305 | 15.7 | 1.4 | 7.0 | 3.60 | -21% | продавать |
| Комстар-ОТС | CMSTq.L | 6.51 | 2 721 | 16.8 | 1.9 | 5.0 | 9.24 | 42% | покупать |
| Центртелеком | CTLK | 0.86 | 1 355 | 6.6 | 1.5 | 3.5 | 0.99 | 15% | держать |
| Уралсвязьинформ | URSI | 0.04 | 1 271 | 12.1 | 1.3 | 3.8 | 0.04 | 11% | держать |
| Волгателеком | VTEL | 3.78 | 929 | 7.1 | 1.0 | 2.7 | 4.28 | 13% | держать |
| Сибирьтелеком | STKM | 0.07 | 866 | 8.9 | 1.0 | 2.9 | 0.08 | 14% | держать |
| СЗТ | SPTL | 0.82 | 718 | 9.2 | 1.2 | 2.9 | 0.93 | 14% | держать |
| ЮТК | UTEL | 0.17 | 513 | 12.8 | 1.6 | 4.4 | 0.20 | 14% | держать |
| Дальсвязь | DLSV | 3.58 | 342 | 3.7 | 0.7 | 2.0 | 4.06 | 14% | держать |
| СТС Media | CTCM.O | 23.0 | 3 547 | 23.6 | 5.4 | 15.0 | 17.14 | -25% | продавать |

Основные тенденции

Мобильная связь

В последнее время происходит переоценка сектора мобильной связи. Отчетливо прослеживается тенденция роста конкуренции на телекоммуникационном рынке России.

Опережающими темпами продолжают наращивать абонентскую базу Мегафон и TELE2. Первый, в свою очередь, также занимает значимые позиции и на быстрорастущем рынке VAS.

Не стоит также забывать об отклоненных в этом году Правительством РФ поправках к закону «О связи», которые могли дать государству возможность регулировать тарифы на пропуск трафика, выставляемые «большой тройкой» другим компаниям, что непременно отразилось бы на конечных ценах для абонентов. На наш взгляд, существует риск того, что Минкомсвязи вернется к рассмотрению данного закона.

Не добавляет оптимизма и снижение мобильными операторами тарифов на роуминг. Данная мера, хотя и незначительно повлияет на оценку стоимости компаний связи, вместе с вышерассмотренными факторами оказывает давление на бумаги MBT и VIP.

На наш взгляд, указанные факторы приведут к тому, что средняя стоимость минуты разговора на российском рынке продолжит падать, а абонентская база МТС и ВымпелКома после некоторой стабилизации на текущих уровнях покажет снижение. Наши модели отчасти учитывают описанные тенденции, поэтому наша оценка стоимости мобильных операторов еще в прошлом году была ниже консенсуса.

После того, как МТС и VimpelCom представят финансовые результаты за 3-й квартал 2010 г., мы планируем выпустить обзор, в котором отразим наш взгляд на бумаги мобильных операторов и российский телекоммуникационный рынок в целом. Уже сейчас мы можем сказать, что оценка МТС даже при увеличении прогнозного периода вряд ли существенно возрастет. Что касается бумаг VimpelCom Ltd., то до окончательного прояснения судьбы алжирской «дочки» OTH Djezzy мы предпочтем воздержаться от оценки бумаг VIP. Однако уже сейчас мы с уверенностью можем сказать, что даже если национализация Djezzy приведет к тому, что VimpelCom не получит за данный актив ни цента, ADS VIP должны стоить дороже.

Фиксированная связь

Активность инвесторов в бумагах МРК продолжает снижаться. На наш взгляд, обороты по данным бумагам продолжают падать и дальше. Судя по справедливой стоимости объединенного Ростелекома и известным коэффициентам конвертации, покупка акций межрегиональных компаний не принесет существенной выгоды инвесторам (дисконт по большинству бумаг к справедливой стоимости акций Ростелекома в рублевом выражении составляет 1-5 %, что вполне можно объяснить более низким уровнем ликвидности).

Исходя из текущих котировок акций «дочек» Связыинвеста, капитализация объединенной компании на базе Ростелекома составляет около \$ 10.88 млрд, что соответствует коэффициенту $EV/EBITDA_{10} = 4.3$ и предполагает дисконт в 20 % к аналогам из Восточной Европы и стран СНГ.

Что касается префов Ростелекома, то новостной фон вокруг данной бумаги в прошедшем месяце был неоднозначным и, на наш взгляд, даже выглядел похожим на манипулирование рынком. Сначала сообщение Интерфакса о том, что основные акционеры поддерживают новую дивидендную политику на предстоящем голосовании, добавило оптимизма инвесторам данной бумаги; затем РБК daily сообщила, что изменения в дивидендную политику могут быть не приняты, однако какого-либо пессимизма это не вызвало. На текущий момент дисконт префов Ростелекома к «обычке» составляет более 35 %, что ограничивает потенциал падения привилегированных акций даже в случае непринятия поправок по дивидендам. Учитывая данный факт, вложения в префы выглядят привлекательно по соотношению «риск/доходность».

| Обыкновенные акции МРК | цена на 08.10.2010 | Коэффициент конвертации | Вход в Ростелеком по цене | Дисконт к рыночной цене Ростелекома | Дисконт к справедливой цене Ростелекома |
|-------------------------------------|--------------------|-------------------------|---------------------------|-------------------------------------|---|
| Уралсвязьинформ | 1.239 | 87.3 | 108.2 | 30.7% | 0.7% |
| Волгателеком | 118.75 | 0.9 | 105.8 | 33.7% | 3.0% |
| Центртелеком | 27.104 | 3.9 | 104.8 | 35.0% | 4.0% |
| Сибирьтелеком | 2.272 | 46.5 | 105.7 | 33.8% | 3.1% |
| СЗТ | 25.7 | 4.1 | 105.4 | 34.2% | 3.4% |
| ЮТК | 5.29 | 19.4 | 102.4 | 38.2% | 6.4% |
| Дальсвязь | 112.48 | 0.9 | 105.6 | 34.0% | 3.2% |
| "Префы" МРК | | | | | |
| Уралсвязьинформ преф | 0.965 | 111.6 | 107.7 | 31.4% | 1.2% |
| Волгателеком преф | 92.65 | 1.1 | 105.1 | 34.7% | 3.7% |
| Центртелеком преф | 20.17 | 4.9 | 99.2 | 42.6% | 9.8% |
| Сибирьтелеком преф | 1.774 | 59.4 | 105.3 | 34.3% | 3.5% |
| СЗТ преф | 20.15 | 5.2 | 105.2 | 34.5% | 3.6% |
| ЮТК преф | 4.25 | 24.6 | 104.8 | 35.1% | 4.1% |
| Дальсвязь преф | 87.98 | 1.2 | 105.1 | 34.6% | 3.7% |
| Ростелеком рыночная цена | 141.49 | | | | |
| Ростелеком справедливая цена | 109 | | | | |

Медиа

В прошедшем месяце АКАР представила данные по рынку рекламы за 3-й квартал 2010 г. По сравнению с соответствующим периодом прошлого года рынок увеличился на 21 %, что оказалось выше наших ожиданий. Телереклама сохранила за собой долю рынка в 51 %, показав рост на те же 21 % г-к-г. Уже сейчас можно сказать, что по итогам года рост соответствующего сегмента вполне может превысить 17 %, что позитивно для бумаг СТС Медиа. Мы также отмечаем опережающие темпы роста Интернет-рекламы, доля рынка которой уже приблизилась к 14 %.

Темпы роста рынка рекламы в 2010 г.

| темпы роста кв-к-кв | 1 кв 2010 | 2 кв 2010 | 3 кв 2010 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|
| Реклама | 5% | 15% | 21% |
| Телевидение | 4% | 10% | 21% |
| Радио | 0% | 11% | 11% |
| Печатные СМИ | 0% | 11% | 8% |
| Наружная | 5% | 20% | 29% |
| Интернет | 31% | 34% | 43% |

Доли рынка сегментов рекламы

| Доля рынка | 1 кв 2009 | 2 кв 2009 | 3 кв 2009 | 4 кв 2009 | 1 кв 2010 | 2 кв 2010 | 3 кв 2010 |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Телереклама | 57% | 54% | 51% | 60% | 56% | 51% | 51% |
| Радио | 5% | 4% | 5% | 4% | 4% | 4% | 5% |
| Печатные СМИ | 16% | 16% | 16% | 15% | 16% | 16% | 15% |
| Наружная реклама | 14% | 14% | 14% | 12% | 14% | 15% | 15% |
| Интернет Реклама | 6% | 11% | 11% | 9% | 7% | 13% | 14% |

Еще одним событием прошедшего месяца стала отчетность СТС Медиа за 3-й квартал 2010 г. Благодаря высоким темпам восстановления рекламного рынка доходы СТС Медиа показали двухзначные темпы роста г-к-г. Однако, как и в предыдущие два квартала, выручка компании продемонстрировала динамику «хуже рынка телерекламы», что обусловлено опережающим ростом доходов конкурентов после не самого лучшего 2009 г., а также снижением доли аудитории телеканала «СТС Медиа». Рентабельность компании показывает восстановление кв-к-кв, при этом все еще оставаясь под давлением инвестиций в телеканалы «Домашний» и ДТВ, а также затрат по созданию компанией собственного сейлз-хауса. В ближайшее время мы планируем пересмотреть нашу оценку бумаг СТС Медиа в сторону повышения.

Одним из главных событий ноября стало IPO Mail.ru Group. Компания разместилась на LSE по верхней границе ценового диапазона, что соответствует капитализации компании в \$ 5.7 млрд. Род-шоу закончилось еще на два дня раньше плана, а спрос на акции по верхнему ценовому диапазону превысил предложение более чем в 20 раз. Инвесторами российского холдинга стали в основном иностранные фонды. По итогам условных торгов бумаги компании выросли еще более чем на 25 %.

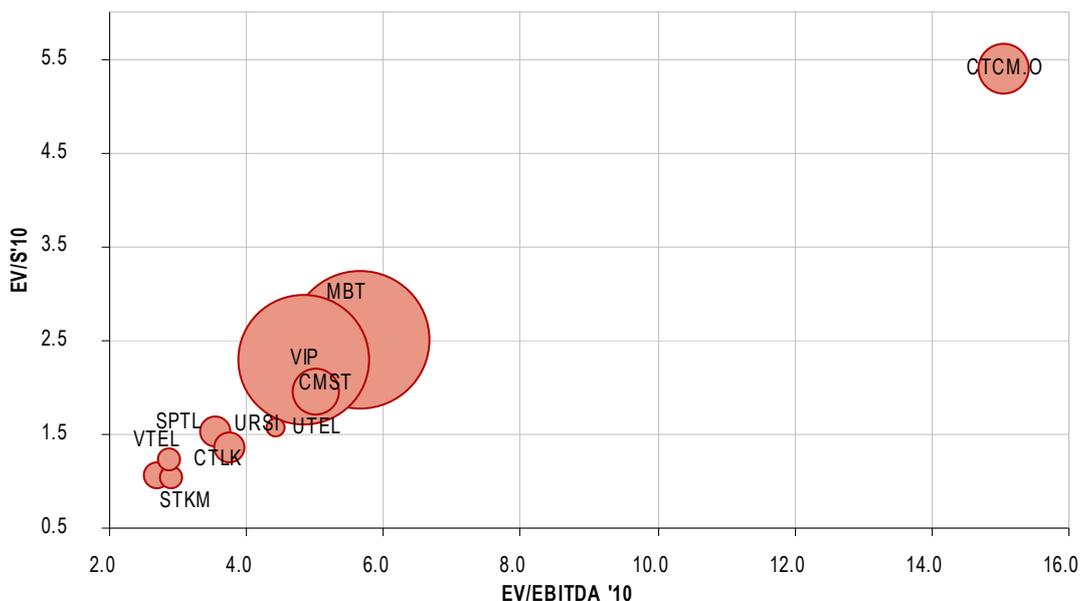
На наш взгляд, столь сильный интерес инвесторов связан, прежде всего, с уникальностью данного актива. Проникновение Интернета в России находится на довольно низком по сравнению с развитыми странами уровне. Как следствие, рынок Интернет-рекламы покажет опережающие темпы роста в ближайшие годы. По сути, покупка Mail.ru Group стала практически единственным способом сделать ставку на рост данного рынка.

При этом текущую оценку мы бы с трудом назвали объективной. Большую часть капитализации Mail.ru Group занимает непосредственно российский актив Mail.ru, который, исходя из предложенной оценки, соответствует мультипликатору EV/EBITDA 10 более 33. Таким образом оценены лишь китайские Интернет-компании. Уровень проникновения Интернета в России выше, чем в Китае, а население в разы меньше. Учитывая тот факт, что российский рынок Интернет-рекламы менее перспективен, чем китайский, оценочный мультипликатор должен быть существенно ниже.

Ключевые рекомендации

- Не исключая коррекцию в большинстве бумаг с текущих уровней, мы рекомендуем отложить момент входа в акции, а по имеющимся позициям – фиксировать прибыль.
- По соотношению «риск/доходность» привлекательно выглядят префы Ростелекома.
- Фундаментально потенциал роста остается в бумагах VimpelCom Ltd. и локальных акциях МТС.

Оценка компаний сектора



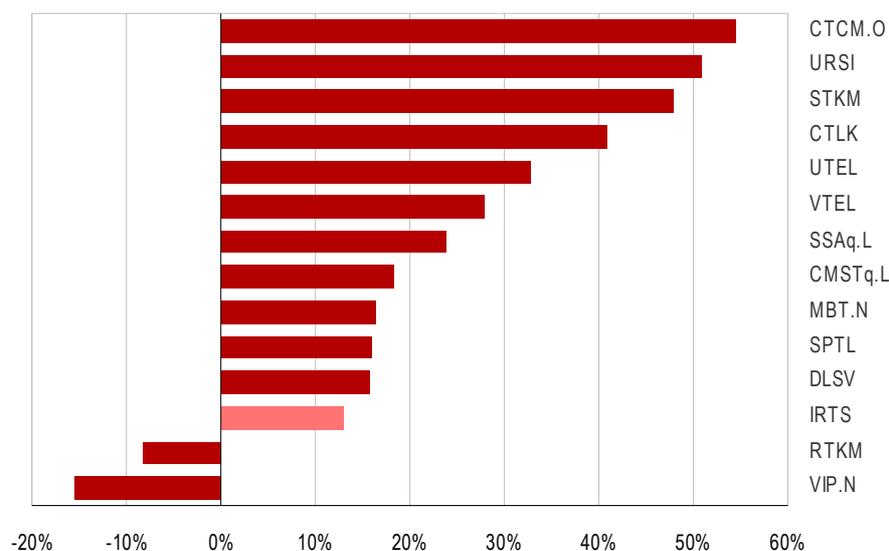
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

| | Выручка млн. \$ | | | ЕБИТДА млн. \$ | | | Чистая прибыль млн. \$ | | |
|-----------------|-----------------|--------|--------|----------------|--------|--------|------------------------|--------|--------|
| | 2009 О | 2010 П | 2011 П | 2009 О | 2010 П | 2011 П | 2009 О | 2010 П | 2011 П |
| МТС(ADR) | 9 824 | 10 984 | 12 320 | 4 474 | 4 850 | 5 460 | 1 004 | 2 255 | 2 396 |
| VimpelCom Ltd. | 8 703 | 10 894 | 12 239 | 4 273 | 5 118 | 5 841 | 1 122 | 1 768 | 2 095 |
| Ростелеком | 2 067 | 2 081 | 2 182 | 374 | 407 | 460 | 171 | 211 | 233 |
| Комстар-ОТС | 1 480 | 1 786 | 1 920 | 591 | 692 | 748 | - | 206 | 185 |
| Центртелеком | 1 150 | 1 334 | 1 373 | 477 | 574 | 606 | 134 | 206 | 242 |
| Уралсвязьинформ | 1 295 | 1 516 | 1 574 | 452 | 544 | 585 | 55 | 105 | 142 |
| Волгателеком | 1 053 | 1 224 | 1 261 | 391 | 474 | 509 | 72 | 131 | 169 |
| Сибирьтелеком | 1 244 | 1 457 | 1 509 | 429 | 522 | 553 | 44 | 97 | 127 |
| СЗТ | 831 | 969 | 1 000 | 339 | 413 | 440 | 41 | 78 | 100 |
| ЮТК | 675 | 774 | 800 | 218 | 273 | 294 | - | 2 | 67 |
| Дальсвязь | 543 | 638 | 667 | 192 | 234 | 254 | 59 | 92 | 106 |
| СТС Media | 506 | 572 | 649 | 211 | 199 | 232 | 100 | 128 | 150 |

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

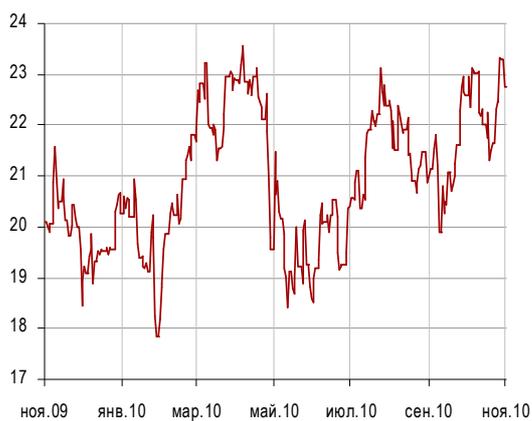
Динамика акций сектора с начала года



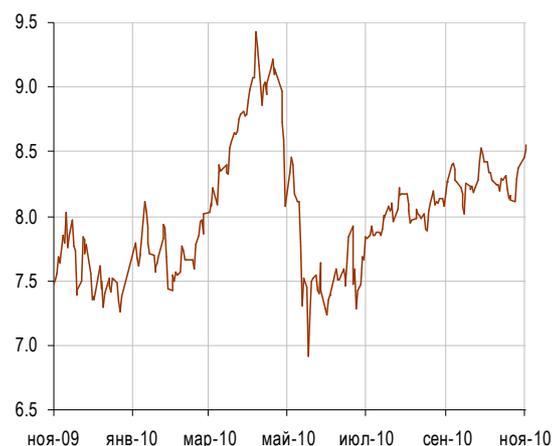
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

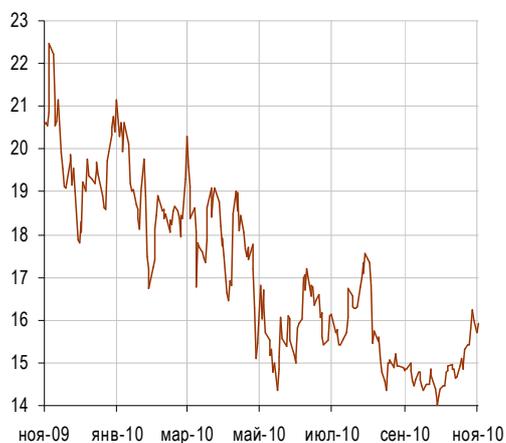
МТС (ADR)



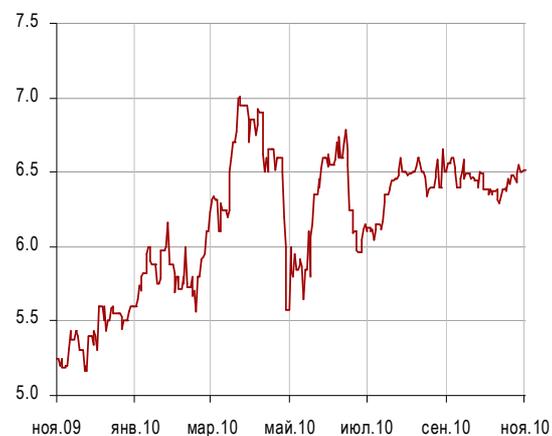
МТС (локальные)



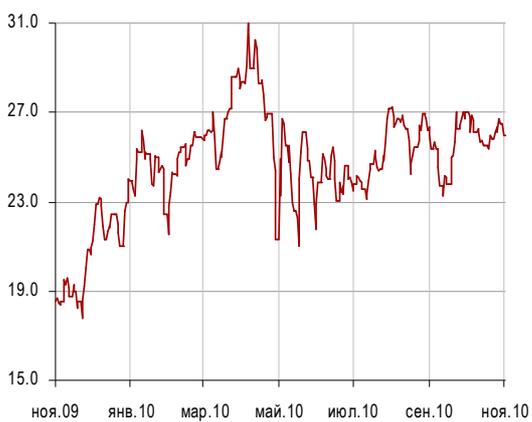
Vimpelcom Ltd.



Комстар-ОТС



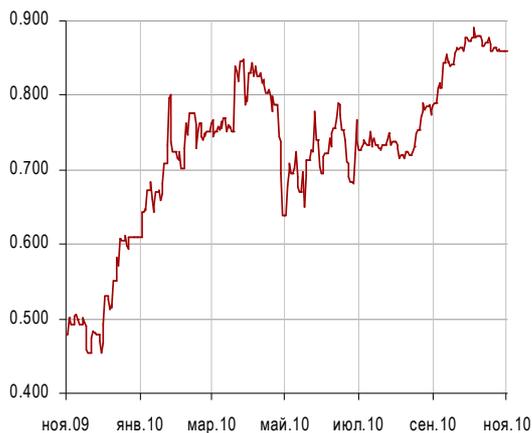
АФК «Система»



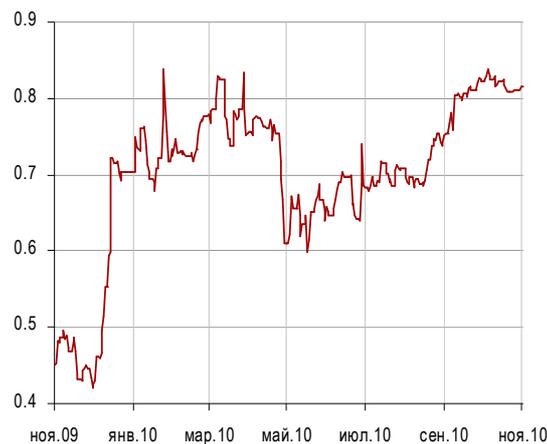
Уралсвязьинформ



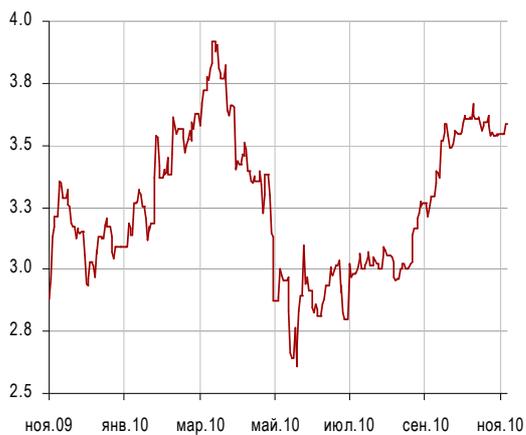
ЦентрТелеком



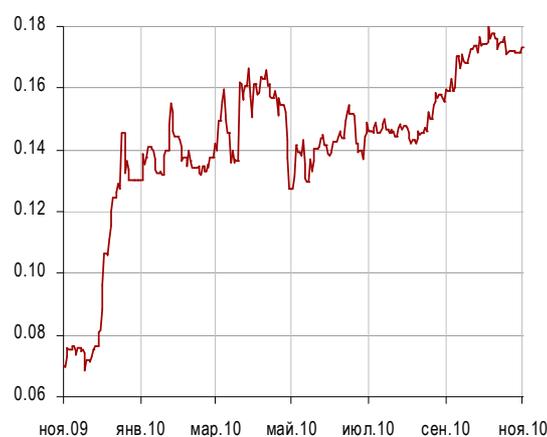
СЗТ



Дальсвязь



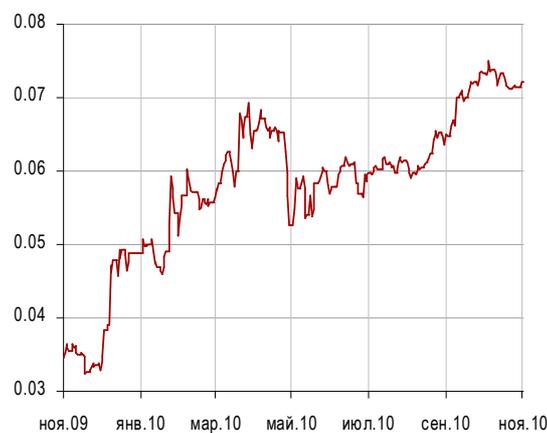
ЮТК



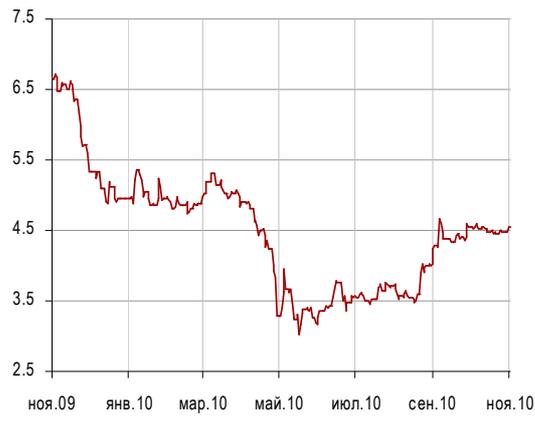
ВолгаТелеком



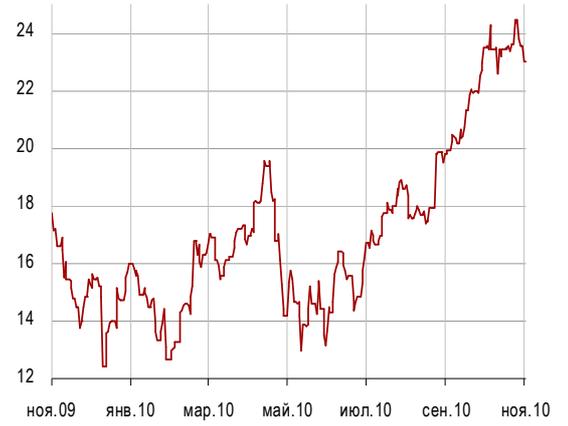
Сибирьтелеком



Ростелеком



СТС-Медиа



Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Банковский сектор

Удивительный фактор приватизации

Банковская статистика в сентябре зафиксировала позитивные изменения в отрасли: спрос на кредитные ресурсы восстанавливается, просроченная задолженность практически не растет. На вопрос «когда банки начнут распускать резервы?» уже ответили главы ВТБ и Сбербанка.

Удивительным образом ралли в акциях российского банковского сектора совпало с началом масштабной публичной кампании по приватизации банков. На наш взгляд, данный спекулятивный фактор мог сыграть в росте банковских бумаг более существенную роль, чем фундаментальные тенденции, и повысил котировки акций банков до их справедливых уровней. По показателю Цена/Капитал акции российских банков смотрятся уже относительно дорого аналогов EM и торгуются с дисконтом только к акциям китайских банков.

В этой стратегии мы переносим горизонт прогнозирования стоимости акций банков с конца 2010 г. на конец 2011 г., в связи с чем мы повысили целевые уровни по анализируемым банкам.

| | | Цена \$ | MCap млн. \$ | P/E 10 | ROE, % 10 | P/BV 10 | Цель \$ | Потенциал | Рекомендация |
|------------------------|---------|---------|--------------|--------|-----------|---------|---------|-----------|--------------|
| Сбербанк | SBER | 3.37 | 72 675 | 14.5 | 17.9 | 2.4 | 4.1 | 22% | покупать |
| ВТБ | VTBRq.L | 6.97 | 36 448 | 28.9 | 7.5 | 2.1 | 7.6 | 9% | держать |
| Банк Санкт-Петербург | BSPB | 4.9 | 1 700 | 18.0 | 11.1 | 1.9 | 5.4 | 10% | держать |
| Банк Санкт-Петербург п | BSPBP | 5.34 | 348 | | | | 6.1 | 14% | держать |

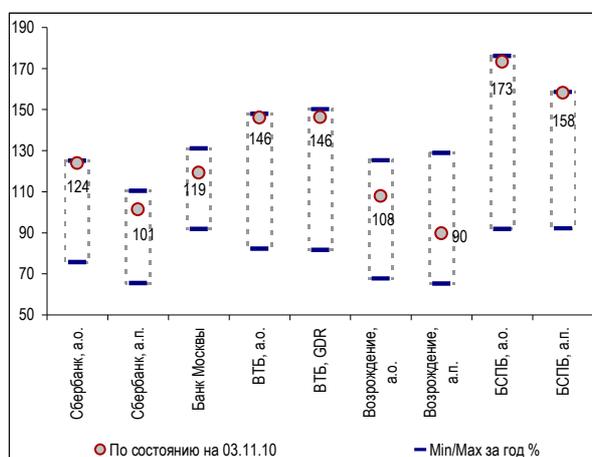
Динамика отрасли: акции российских банков по-прежнему у годовых максимумов

За последний месяц акции российских банков подорожали на 17-20 %, в то время как индексы РТС и ММВБ выросли на 6-7 %. Акции российских банков также стали лидерами роста на глобальном уровне, опередив рост акций банков развивающихся рынков.

Мультипликаторы Цена/Капитал Сбербанка (2.4x за 2010 г.) и ВТБ (2.1x за 2010 г.) уже превышают средние значения мультипликаторов банков стран Латинской Америки, ЕМЕА, глобальных банков. С дисконтом акции российских банков сейчас торгуются только к «перегретым» по цене акциям банков из Китая.

Лишь немногие из бумаг российских банков находятся не на своих годовых максимумах в настоящий момент.

Сравнительная динамика акций российских банков, % к цене на начало 2010 г.



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Рост акций российских банков даже немного опередил рост акций глобальных банков и уже опережает рост котировок банков EM с начала года. Рост рыночной капитализации российских банков оказался более весомым на фоне умеренного снижения стоимости кредитных дефолтных свопов российских банков.

Волна отчетности глобальных банков за 3-й квартал практически не изменила отношение инвесторов к акциям банковского сектора в целом.

Сводные ценовые мультипликаторы и динамика акций и CDS глобальных банков

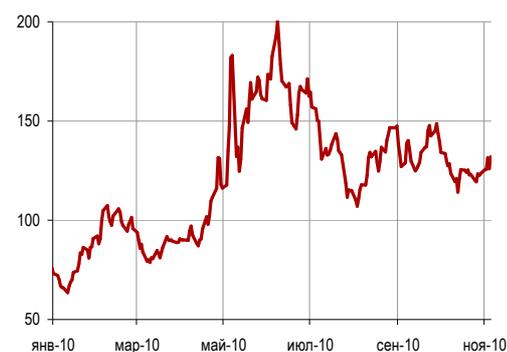
| | P/BV | | P/E | | ROE | | Цена, % | | | CDS change, bp | | |
|--------------|------|------|------|------|------|------|---------|-------|------|----------------|-------|------|
| | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 | 1 мес | 3 мес | YTD | 1 мес | 3 мес | YTD |
| Россия | 2.1 | 2.0 | 79.5 | 23.4 | 3.0 | 9.3 | 12.8 | 28.1 | 39.7 | -12 | -18 | -62 |
| EMEA | 2.2 | 1.7 | 12.7 | 10.3 | 13.6 | 14.6 | 5.3 | 21.6 | 23.0 | -34 | -58 | -177 |
| LatAM | 3.4 | 1.7 | 15.9 | 13.3 | 21.4 | 21.8 | 8.1 | 25.4 | 39.0 | - | - | - |
| Индия, Китай | 3.5 | 2.6 | 12.5 | 10.6 | 19.3 | 20.1 | 11.6 | 28.5 | 47.9 | -7 | -36 | 15 |
| Global banks | 1.0 | 0.9 | 11.0 | 8.9 | 5.1 | 10.0 | 3.4 | 2.1 | 0.1 | 0 | -1 | 22 |

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

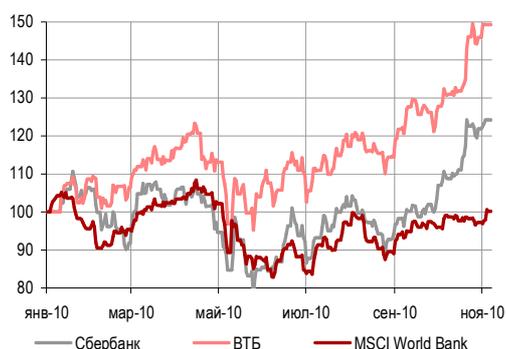
Индексы акций банковского сектора KBW & MSCI Global Banks



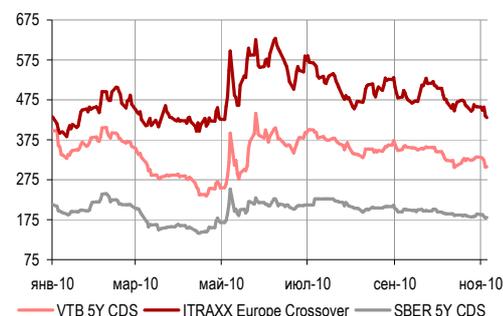
Индекс CDS 25 европейских банков iTRAXX



Динамика акций российских и глобальных банков



Динамика CDS ВТБ и индекса iTRAXX



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Пересмотр целевых цен

В данной стратегии мы переносим горизонт прогнозирования стоимости акций банков с конца 2010 г. на конец 2011 г. В связи с этим целевые цены российских банков были повышены следующим образом:

Целевая цена обыкновенных акций Сбербанка повышена с \$ 3.4 до \$ 4.1 (рекомендация – «покупать») Целевая цена GDR ВТБ повышена с \$ 6.2 до \$ 7.6 (рекомендация – «держат»).

Цена обыкновенных акций Банка «Санкт-Петербург» повышена с \$ 4.6 до \$ 5.4 (рекомендация – «держать»), цена привилегированных конвертируемых акций повышена с \$ 5.3 до \$ 6.1 (рекомендация – «держать»).

| | | Новый таргет, \$ | Старый таргет, \$ | Изм, % | Рыночная цена \$ | Потенциал | Рекомендация |
|------------------------|---------|---------------------|----------------------|--------|---------------------|-----------|--------------|
| Сбербанк | SBER | 4.1 | 3.4 | 21% | 3.4 | 21.8% | Покупать |
| ВТБ | VTBRq.L | 7.6 | 6.2 | 23% | 7.0 | 9.0% | Держать |
| Банк Санкт-Петербург | BSPB | 5.4 | 4.6 | 17% | 4.9 | 10.3% | Держать |
| Банк Санкт-Петербург п | BSPBP | 6.1 | 5.3 | 15% | 5.3 | 14.2% | Держать |

Фундаментальные факторы учтены в цене

Мы были оптимистично настроены в отношении перспектив развития банковской отрасли, и большинство позитивных сигналов отрасли укладываются в наши ожидания по развитию банковской отрасли:

- В сентябре кредитование реального сектора экономики заметно оживилось. Это произошло не только благодаря росту кредитного портфеля Сбербанка (+5.4 %), но и благодаря росту кредитования частных банков. Без учета Сбербанка кредитный портфель нефинансовому сектору вырос на 1.8 %, а за девять месяцев – на 10.0 %.
- Банки прошли пик или уже близки к своему пику по резервам. Президент Сбербанка Герман Греф заявил, что его банк прошел пик формирования резервов в сентябре, а финдиректор ВТБ Герберт Моос прогнозирует, что ВТБ пройдет пик формирования резервов в 4-м квартале. Без учета Сбербанка в сентябре резервы банков сократились на 1.2 %. Ряд банков, в том числе Банк «Санкт-Петербург», начали сокращать отчисления в резервы еще во 2-м квартале, а Газпромбанк и вовсе восстановил часть резервов. Сбербанк пока продолжил начислять резервы в прежнем темпе – порядка 15 млрд руб. в месяц в 2010 г.
- Сокращение отчислений в резервы положительно отразится на чистой прибыли банков. Герман Греф повысил прогноз чистой прибыли Сбербанка в 2010 г. до 120-150 млрд руб. со 100-120 млрд руб., а Банк России пересмотрел прогноз балансовой прибыли всех российских банков с 400 до 500 млрд руб. за 2010 год.

Спекулятивные факторы

- Помимо фундаментальных идей, рынок ставил на успех от сделки по покупке ВТБ Транскредитбанка (объявлена в начале октября) и возможность приобретения Сбербанком одного из лидеров инвестбанкинга в России (Тройки Диалог или Ренессанс Капитала).

Фактор приватизации

Ралли в акциях российского банковского сектора совпало с началом масштабной публичной кампании по приватизации банков. Мы считаем, что этот фактор останется одним из главных спекулятивных драйверов, влияющих на динамику котировок акций российских банков.

ВТБ – пилотный проект

Пилотным проектом приватизации версии 2.0 является продажа 10.0 % акций ВТБ. Более месяца назад стала известна схема продажи – реализация пакета основному стратегу (TPG Capital). С тех пор акции ВТБ выросли в цене более чем на 20 %, а индекс РТС – всего на 7.0 %.

Интересно, что рынок пока не смущает ни то, что цена продажи госпакета стратегу, как ожидается, будет определена с дисконтом к текущим котировкам, ни то, что далеко не последний переговорщик от TPG Capital – глава российского офиса Джеффри Финк – пару недель назад покинул фонд и перебрался в дубайский Delta Partners.

Сбербанк – на очереди

Продажа части госпакета акций Сбербанка – также уже вполне осязаемое событие. Представители банка не исключают, что 3-4 % из 7.58 % госпакета акций, предлагаемого на первом этапе приватизации, будут размещены на открытом рынке в виде депозитарных

расписок. Остальной пакет будет продан стратегам.

Размещение акций в пользу иностранных стратегов, а также программа депозитарных расписок теоретически минимизируют негативный эффект от избыточного предложения акций. Однако запуск, схема и успех сделки по приватизации Сбербанка будет зависеть от успеха сделки ВТБ.

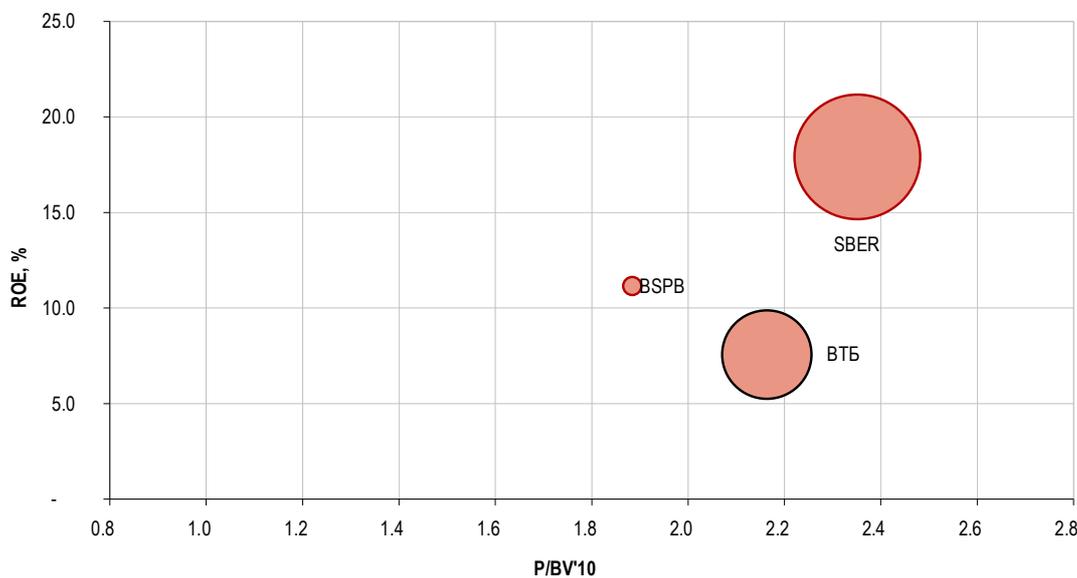
Несмотря на риски, инвесторы уже сейчас ставят на рост котировок Сбербанка и ВТБ. Их поведение можно объяснить верой в то, что государство постарается продать свои активы как можно дороже, и в частности, дороже, чем они стоят сейчас. Таким образом, не исключено, что будущий рост котировок акций банковского сектора помимо улучшения фундаментальных показателей в первую очередь будет зависеть от спекулятивных околоприватизационных факторов.

Финансовые показатели компаний сектора

| | Активы млн. \$ | | | Капитал млн. \$ | | | Чистая прибыль млн. \$ | | |
|----------------------|----------------|---------|---------|-----------------|--------|--------|------------------------|--------|--------|
| | 2009 | 2010 П | 2011 П | 2009 | 2010 П | 2011 П | 2009 | 2010 П | 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 |

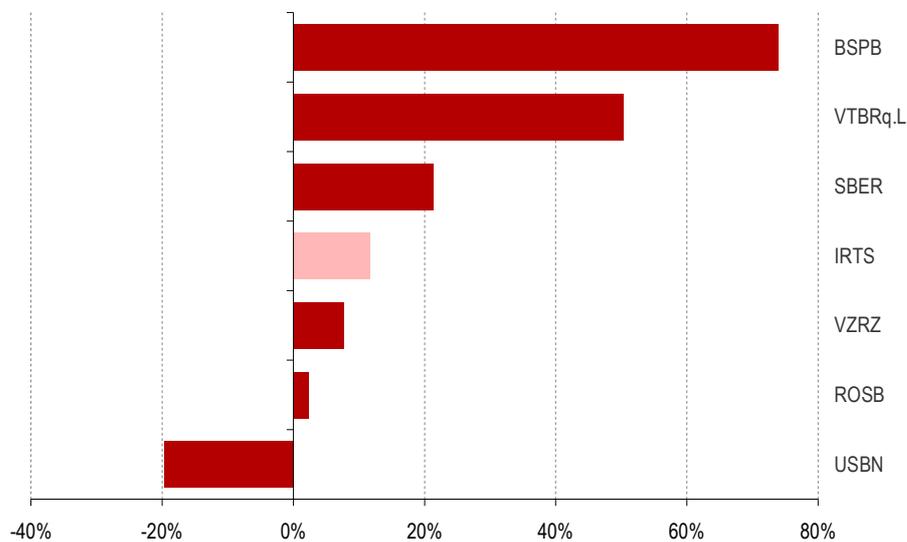
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Оценка компаний сектора



Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

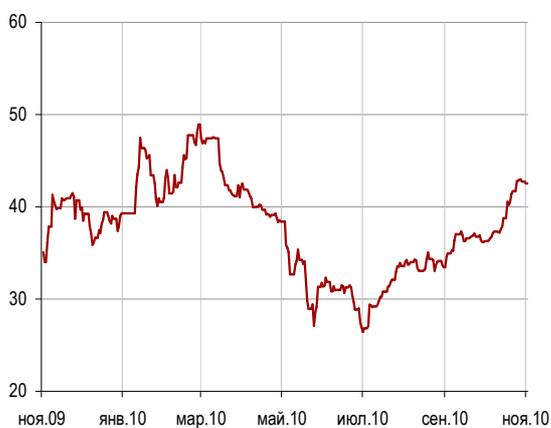
Сбербанк



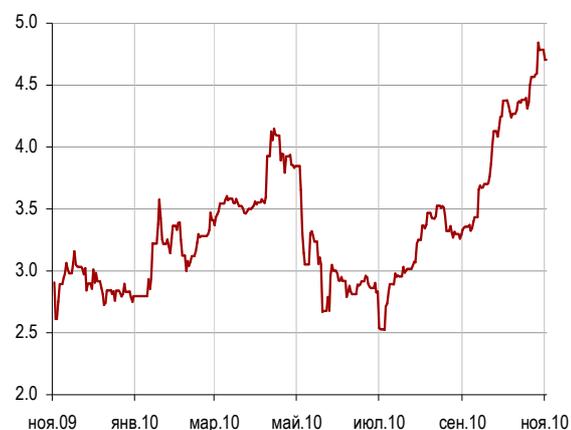
ВТБ, GDR



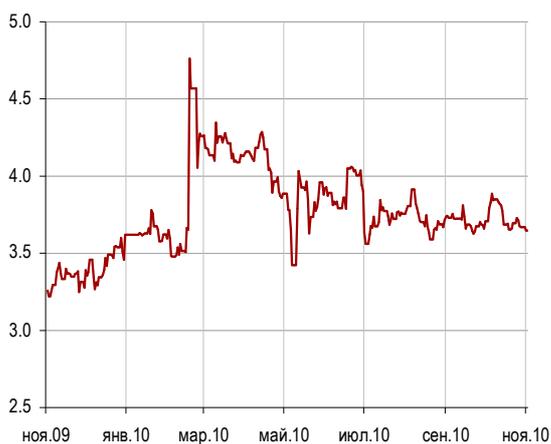
Возрождение



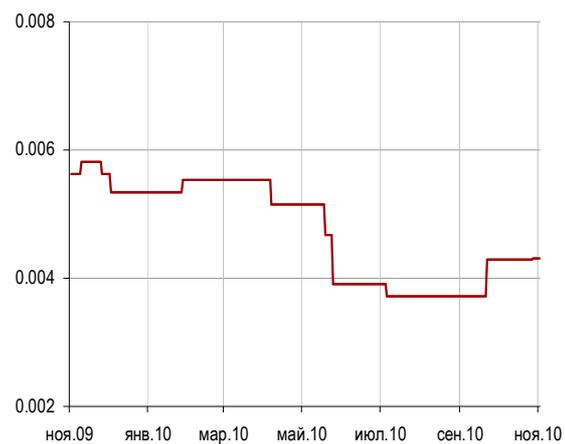
Банк «Санкт-Петербург»



Росбанк



Уралсиб



Виталий Купеев
Kupееv_VS@mmbank.ru

Потребительский сектор

Затишье после бума

В октябре акции компаний потребительского сектора продолжали быть в фокусе внимания инвесторов, прибавив в среднем за последний месяц 6 % против роста индекса РТС на 4 %. Лидерами роста среди бумаг сектора стали GDR и локальные акции Фармстандарта (+20 % и +18 % соответственно), акции Дикси (+17 %) и М.Видео (+13 %).

Хорошие операционные результаты компаний сектора за 9 месяцев дают уверенность инвесторам в том, что компании в состоянии выполнить и даже несколько превысить собственный прогноз по росту продаж в текущем году.

Успешное IPO акций розничной сети «О`Кей» в середине объявленного ценового диапазона подтверждает высокий интерес инвесторов к российским продуктовым розничным сетям, что в конечном итоге может привести к более высокой оценке всего сектора.

В октябре мы ставили на акции Фармстандарта. Наша рекомендация полностью оправдала себя. Мы убираем GDR Фармстандарта из списка ключевых рекомендаций, так как бумаги компании уже приблизились к нашей целевой цене. В текущих условиях мы не выделяем ни одной акции компаний потребительского сектора, которую рекомендуем к покупке.

| | | Цена \$ | МCap млн. \$ | P/E 10 | EV/S 10 | EV/EBITDA 10 | Цель \$ | Потенциал | Рекомендация |
|-------------------|---------|---------|--------------|--------|---------|--------------|---------|-----------|--------------|
| X5 | PJPq.L | 41.9 | 11 379 | 32.4 | 1.1 | 12.6 | 45.23 | 8% | держать |
| Магнит | MGNT | 113.9 | 10 137 | 27.8 | 1.3 | 14.9 | 90.0 | -21% | продавать |
| Дикси | DIXY | 12.8 | 1 103 | 40.1 | 0.6 | 10.1 | 11.11 | -13% | продавать |
| М-Видео | MVID | 7.5 | 1 346 | 22.1 | 0.4 | 9.1 | 6.1 | -18% | продавать |
| Росинтер | ROST | 19.1 | 280 | 34.0 | 0.9 | 9.3 | 15.21 | -20% | продавать |
| Вимм-Билль-Данн | WBD.N | 24.9 | 4 374 | 28.0 | 1.7 | 13.0 | 17.6 | -29% | продавать |
| Синергия | SYNG | 35.8 | 676 | 13.1 | 1.1 | 6.5 | - | | |
| Калина | KLNA | 21.7 | 212 | 7.6 | 0.6 | 4.8 | 30.4 | 40% | покупать |
| Фармстандарт | PHSTq.L | 27.6 | 4 165 | 15.2 | 4.6 | 11.1 | 28.53 | 4% | держать |
| Верофарм | VRPH | 42.0 | 420 | 9.9 | 2.5 | 7.4 | 44.6 | 6% | держать |
| Аптеки 36.6 | APTK | 3.6 | 338 | | 0.6 | 7.2 | 3.22 | -10% | продавать |
| Разгуляй | GRAZ | 1.5 | 236 | 10.8 | 0.9 | 7.7 | 1.5 | 2% | держать |
| Седьмой Континент | SCON | 8.0 | 600 | 13.6 | 0.6 | 6.2 | - | | |
| Черкизово | CHEq.L | 21.3 | 1 373 | 8.7 | 1.2 | 6.8 | - | | |

Основные тенденции

Розничная торговля

В октябре ритейлеры опубликовали операционные результаты за 3-й квартал, которые указывают на ускорение роста выручки за счет роста LFL-продаж и роста сетей за счет увеличения открытий новых магазинов.

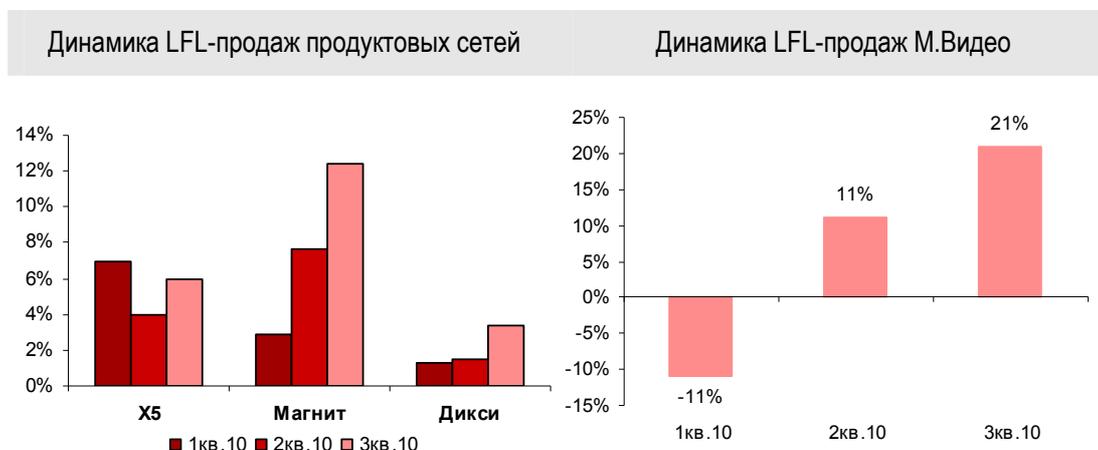
Магнит порадовал инвесторов ускорением роста выручки в сентябре до 44 % против роста на 41 % в августе. Финансовая отчетность компании за 3-й квартал также не разочаровала инвесторов – Магнит показал замедление снижения рентабельности (без учета эффекта единоразовых статей). Также компания объявила о планах по ускорению развития сети и повысила прогноз по открытиям новых магазинов и капитальным затратам на 2010-2011 гг.

Результаты X5 Retail Group оказались смешанными. Компания показала увеличение темпов роста продаж в супермаркетах и стабильно высокие показатели в дискаунтерах, однако гипермаркеты сети продемонстрировали существенное замедление роста из-за плохих показателей в Санкт-Петербурге и аномальной жары в Центральной России. В целом же рост продаж X5 несколько ускорился по сравнению с 1-м полугодием.

Рост выручки Дикси ускорился в сентябре. Основной причиной повышения темпов роста стали увеличение LFL-продаж, ускорение открытий новых магазинов, а также «созревание» магазинов, открытых в последние 6 месяцев. Ускорение роста LFL-продаж в основном за счет

улучшения показателей по формату Дикси в Центральном регионе, где компания активизировала свои маркетинговые усилия, а также на Урале, где была очень низкая сравнительная база.

Восстановление потребительского спроса способствовало увеличению темпов роста продаж М.видео в 3-м квартале. Руководство увеличило план по открытиям новых магазинов в текущем году до 40 и ожидает хорошие предновогодние продажи сети.



Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Хорошие результаты продаж Фармстандарта в 3-м квартале оказались несколько выше ожиданий вследствие того, что многие дистрибьюторы и аптечные сети накапливали запасы перед сезоном эпидемии гриппа, пик которого обычно приходится на 4-й квартал. Мы полагаем, что в ближайшее время причиной для переоценки инвесторами стоимости акций может стать способность компании показать хорошие результаты в 4-м квартале на фоне эпидемиологической обстановки по заболеваемости гриппом и острыми респираторными вирусными инфекциями.

Хорошие операционные результаты компаний сектора за 9 месяцев дают уверенность инвесторам в том, что компании в состоянии выполнить и даже несколько превысить собственный прогноз по росту продаж в текущем году.

Успешное IPO О`Кей подтверждает интерес инвесторов к акциям российских розничных сетей.

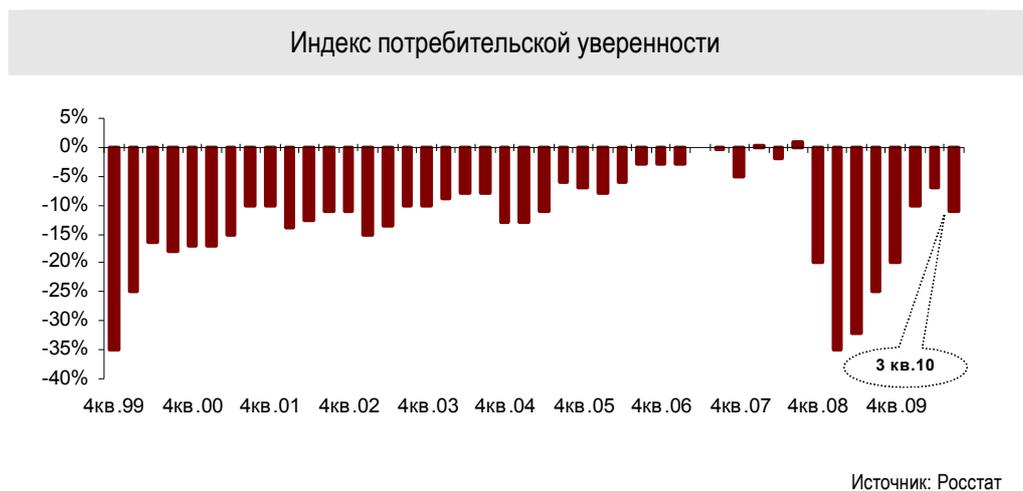
Розничная сеть «О`Кей» провела первичное размещение акций на Лондонской фондовой бирже. Исходя из цены размещения в \$11/GDR, бизнес компании был оценен в \$ 3.0 млрд (post-money), что соответствует показателю EV/EBITDA 2010П в 13.0х. Данная оценка соответствует дисконту к оценкам X5 и Магнита приблизительно в размере 10 % и 32 % соответственно и премии в 27 % по отношению к Группе «Дикси».

Мы полагаем, что успешное размещение акций О`Кей в середине объявленного ценового диапазона подтверждает высокий интерес инвесторов к российским продуктовым розничным сетям, что в конечном итоге может привести к более высокой оценке всего сектора.

Некоторое снижение уровня потребительской уверенности в 3-м квартале может оказать давление на восстановление продаж непродовольственных товаров.

В октябре Росстат опубликовал ежеквартальные данные по уровню потребительской уверенности населения. По данным Росстата, индекс потребительской уверенности, который в 1-м квартале 2009 г. упал до минимальных за десятилетие значений, а затем демонстрировал устойчивый рост в течение пяти кварталов, в 3-м квартале 2010 г. вновь снизился. Наиболее значительное влияние на ухудшение общей потребительской уверенности оказало снижение ожиданий населения, связанных с изменением экономической ситуации в стране, а также ожиданий изменений в личном материальном положении. Основным негативным моментом, повлиявшим на снижение уверенности потребителей, на наш взгляд, явилось ускорение

инфляции, вызванное резким повышением цен на продукты питания вследствие засухи.



Результаты анализируемых нами компаний потребительского сектора и розничной торговли в 3-м квартале не указывают на снижение потребительского спроса, и даже наоборот несколько превзошли наши ожидания. Несмотря на это, мы полагаем, что данные Росстата о снижении потребительской уверенности могут несколько скорректировать оценки рынка относительно скорости восстановления покупательского спроса в России, особенно в сегменте непродовольственных товаров.

По данным Росстата, розничные продажи в реальном выражении выросли в сентябре на 4.7 % год к году, что указывает на некоторое замедление по сравнению с августом и июлем, когда рост составил 6.5 % и 6.7 % соответственно.

Основные корпоративные события, на которые стоит обратить внимание в ноябре

X5 – финансовые результаты за 3-й квартал и предварительный прогноз на 2011 год. 29 ноября X5 Retail Group представит финансовые результаты за 3-й квартал. Однако наиболее важным событием может стать предварительный прогноз компании на 2011 год. Мы ожидаем от компании существенного увеличения открытий новых магазинов и капитальных затрат на развитие в следующем году. Значительное ускорение органического развития сети в отсутствие прогресса в переговорах по приобретению сети магазинов «Копейка» может стать катализатором роста для акций компании.

Вимм-Билль-Данн – финансовые результаты за 3-й квартал, комментарии по ситуации на рынке сырого молока. Мы ожидаем, что результаты компании в 3-м квартале окажутся достаточно слабыми. Рентабельность компании в молочном сегменте пострадает из-за существенного роста цен на сырое молоко, обусловленного летней засухой. Также под давлением могут оказаться продажи компании. В случае с ВБД внимание инвесторов будет прежде всего сфокусировано на способности компании справиться с ростом затрат на сырое молоко, а также обеспечить стабильность продаж молочной продукции. Также мы ожидаем услышать комментарии о более конкретных планах компании по распоряжению пакетом собственных акций (18.4 % от уставного капитала), приобретенных у Группы Danone в октябре. Ранее руководство ВБД заявляло, что компания рассматривает возможность использовать собственные акции для финансирования сделок M&A, а также может аннулировать их.

Ключевые рекомендации

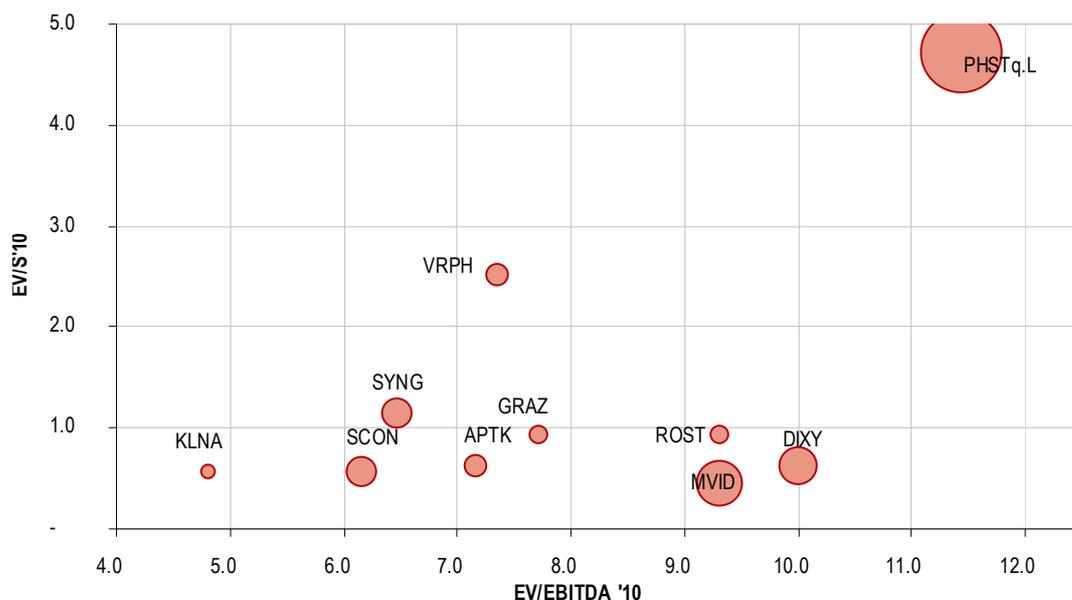
В октябре мы делали ставку на акции Фармстандарта. Наша рекомендация полностью оправдала себя. GDR Фармстандарта выросли на 20 %, показав лучший результат месяца среди наиболее ликвидных бумаг потребительского сектора. Локальные акции компании выросли на 18 %.

Мы убираем GDR Фармстандарта из списка ключевых рекомендаций, так как бумаги компании уже приблизились к нашей целевой цене, и потенциал их роста сократился до 7 %.

В текущих условиях мы не выделяем ни одной акции компаний потребительского сектора, которую рекомендуем к покупке.

В ближайшее время мы планируем пересмотреть оценку компаний сектора, чтобы учесть в своих моделях последние операционные результаты, а также прогнозы развития, озвученные руководством компаний.

Оценка компаний сектора



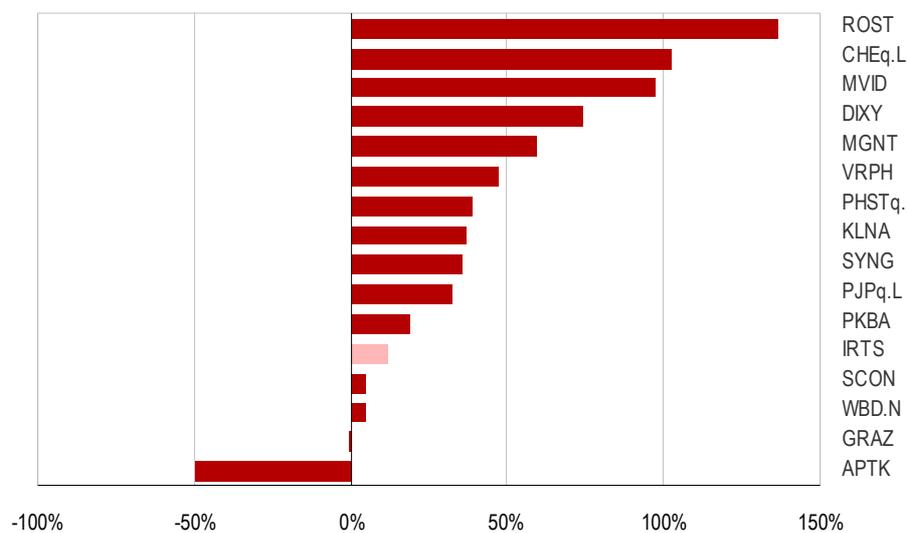
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

| | Выручка млн. \$ | | | ЕБИТДА млн. \$ | | | Чистая прибыль млн. \$ | | |
|-------------------|-----------------|--------|--------|----------------|--------|--------|------------------------|--------|--------|
| | 2009 О | 2010 П | 2011 П | 2009 О | 2010 П | 2011 П | 2009 О | 2010 П | 2011 П |
| X5 | 8 717 | 12 024 | 14 987 | 736 | 1 023 | 1 294 | 165 | 351 | 579 |
| Магнит | 5 354 | 7 977 | 10 375 | 509 | 690 | 893 | 278 | 365 | 472 |
| Дикси | 1 710 | 2 206 | 2 592 | 88 | 136 | 169 | - | 3 | 27 |
| М-Видео | 2 305 | 2 842 | 3 373 | 101 | 136 | 176 | 32 | 61 | 90 |
| Росинтер | 269 | 348 | 423 | 25 | 34 | 45 | - | 2 | 8 |
| Вимм-Билль-Данн | 2 181 | 2 704 | 2 989 | 307 | 357 | 409 | 117 | 156 | 197 |
| Синергия | 568 | 673 | 742 | 92 | 118 | 132 | 34 | 51 | 67 |
| Калина | 457 | 581 | 642 | 49 | 67 | 73 | 13 | 28 | 35 |
| Фармстандарт | 758 | 898 | 936 | 303 | 369 | 425 | 215 | 274 | 318 |
| Верофарм | 138 | 179 | 207 | 44 | 61 | 72 | 35 | 42 | 52 |
| Аптеки 36.6 | 679 | 809 | 889 | 42 | 71 | 86 | - | 25 | 15 |
| Разгуляй | 953 | 1 240 | 1 391 | 98 | 150 | 200 | - | 27 | 22 |
| Седьмой Континент | 1 352 | 1 721 | 2 033 | 119 | 154 | 180 | 20 | 44 | 59 |

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: Bloomberg

Динамика акций сектора за год

X5 Retail Group



Магнит



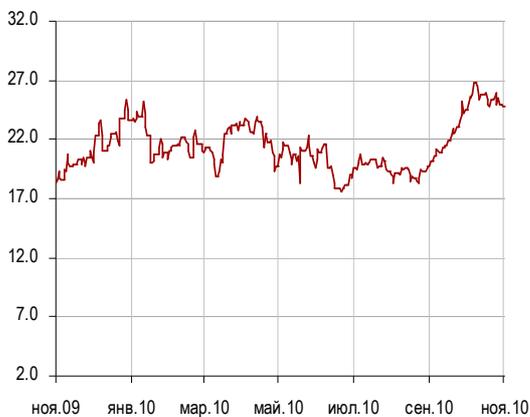
Дикси Групп



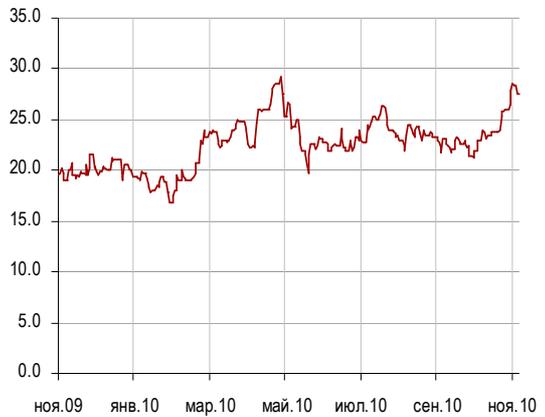
М.видео



Вимм-Билль-Данн (АДР)



Фармстандарт (ГДР)



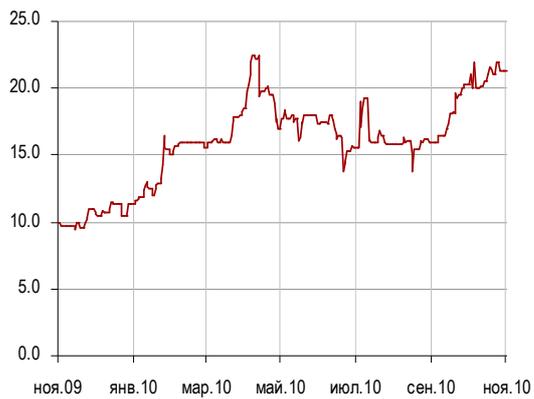
Верофарм



Аптеки 36.6



Черкизово (ГДР)



Разгуляй



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Машиностроение

АвтоВАЗ: вновь в лидерах роста

В октябре на рынке акций автомобилестроительных компаний возобновился рост. Месяц основные бумаги сектора сумели завершить в плюсе. Абсолютным лидером в прошлом месяце вновь стали акции АвтоВАЗа, с конца сентября подорожавшие на 32.5 % и в начале ноября обновившие максимумы с июля 2008 г.

Как и в августе, ралли октября было спровоцировано корпоративными новостями – возможное увеличение в АвтоВАЗе доли Renault. Впрочем, по нашему мнению, текущие котировки АвтоВАЗа уже более чем учитывают последние новости, и в настоящее время сохранять позиции в бумагах АвтоВАЗа достаточно рискованно.

| | | Цена \$ | МСар млн. \$ | P/E 10 | EV/S 10 | EV/EBITDA 10 | Цель \$ | Потенциал | Рекомендация |
|-----------------|------|---------|--------------|--------|---------|--------------|---------|-----------|--------------|
| АвтоВАЗ | AVAZ | 1.17 | 1 629 | neg | 0.8 | neg | 0.53 | -55% | продавать |
| ГАЗ | GAZA | 30.0 | 556 | neg | 0.4 | neg | - | | |
| Sollers | SVAV | 17.1 | 586 | neg | 0.8 | 16.6 | 19.9 | 16% | держать |
| КАМАЗ | KMAZ | 2.35 | 1 660 | neg | 0.7 | 14.5 | 1.9 | -19% | продавать |
| Силловые машины | SILM | 0.27 | 2 355 | 196.3 | 1.5 | 17.7 | - | | |

Основные тенденции

Октябрь стал еще одним удачным месяцем для акций крупнейшего российского автопроизводителя. После снижения стоимости бумаг во второй половине сентября, с началом октября на рынке возобновился рост, благодаря которому акции российского автопроизводителя к концу первой недели ноября вышли на максимумы с июля 2008 г.

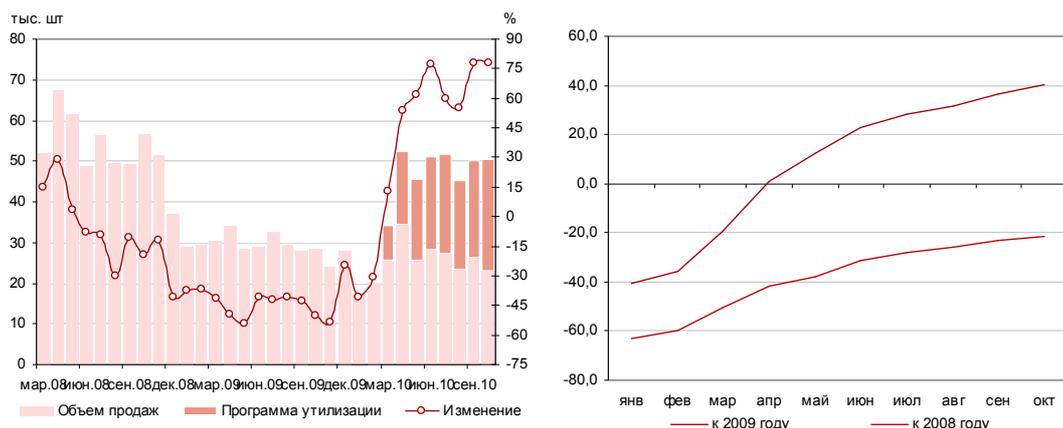
Основную поддержку котировкам акций АвтоВАЗа в октябре оказывали новости об идущих переговорах Ростехнологий и Тройки Диалог с Renault об увеличении доли последней в АвтоВАЗе. Новости привели к появлению спекулятивного спроса, подогреваемого идеями, связанными с ожиданием выкупа акций АвтоВАЗа с рынка или наличием привлекательной для миноритариев оферты со стороны Renault.

Тем не менее, мы полагаем, что обе идеи уже более чем учтены в акциях производителя, и в настоящее время сохранять позиции в бумагах АвтоВАЗа достаточно рискованно. Вероятность выставления оферты, по нашему мнению, крайне мала, что обусловлено тем, что выкуп доли Тройки будет осуществлять партнер французского автоконцерна – Nissan. Сомнительной кажется и идея скупки акций на рынке, в частности бурный рост оборотов по бумаге в августе-сентябре может свидетельствовать о том, что необходимый для доведения доли Renault до контрольной объем уже собран.

С фундаментальной точки зрения операционные результаты АвтоВАЗа также не создает предпосылок для пересмотра долгосрочных прогнозов. Продажи автомобилей Lada в октябре второй месяц подряд практически на 80 % превышают уровни 2009 г. По итогам 10 месяцев объем продаж только на внутреннем рынке вышел на уровень 418 тыс. автомобилей. С учетом экспорта продажи превысили 450 тыс. шт.

Динамика продаж АвтоВАЗа в России, % г-к-г

Продажи АвтоВАЗа в 2010 г к 2009 г. и к 2008 г., % (нарастающим итогом)



Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

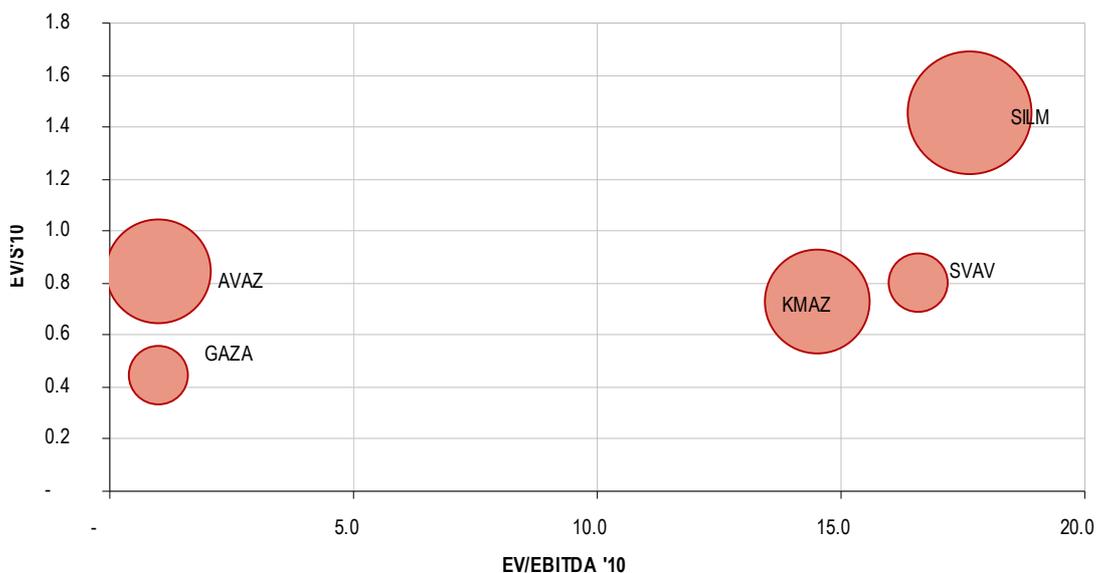
Тем не менее, несмотря на высокие результаты 10 месяцев, годовой план продаж менеджмента АвтоВАЗа предполагает, что в ноябре-декабре будет реализовано 117 тыс. автомобилей, или около 58.5 тыс., ежемесячно, что по-прежнему выглядит весьма оптимистично. Также стоит отметить, что даже при высоких темпах роста продаж относительно кризисного 2009 г. продажи АвтоВАЗа в текущем году по-прежнему далеки от уровней 2008 г., когда за 10 месяцев было реализовано на 27 % больше автомобилей (или на 112 %, если исключить продажи по программе утилизации).

Ключевые рекомендации

АвтоВАЗ. В прошлой стратегии мы обратили внимание на привилегированные акции АвтоВАЗа, стоимость которых в октябре – начале ноября выросла практически в 2 раза. Как и ранее, мы полагаем, что динамика как обыкновенных, так и привилегированных акций АвтоВАЗа в настоящее время сильно зависит от спекулятивно настроенных инвесторов, в связи с чем мы считаем, что сейчас сохранять позиции слишком рискованно.

Sollers. В прошлой стратегии мы выставляли бумаги Sollers в качестве основной рекомендации в секторе. По итогам октября акции компании опередили рынок и сейчас практически достигли своих справедливых уровней. На этом фоне мы меняем нашу рекомендацию по бумагам компании с «покупать» на «держать».

Оценка компаний сектора



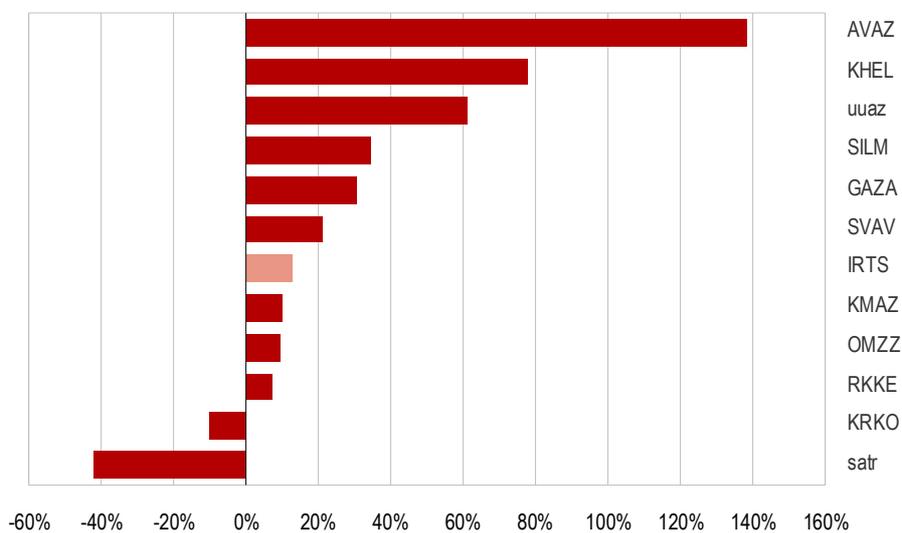
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

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

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

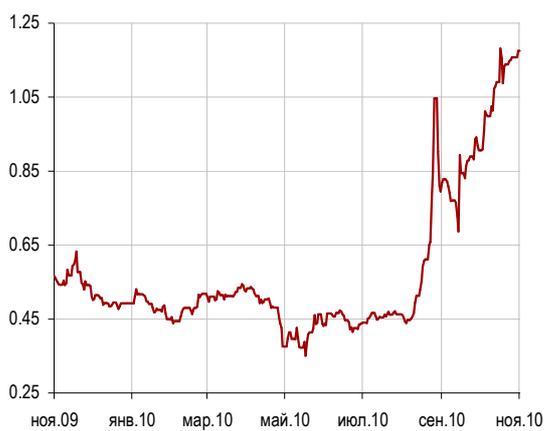
Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

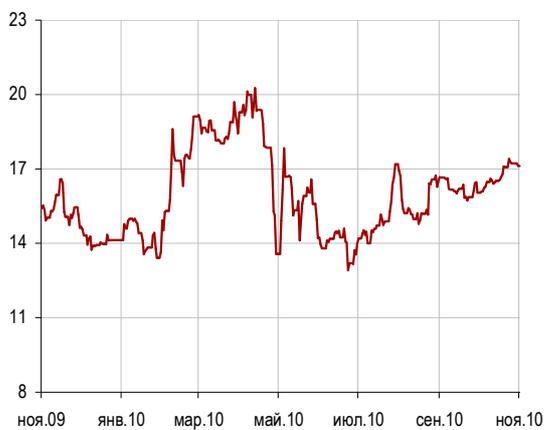
АвтоВАЗ



ГАЗ



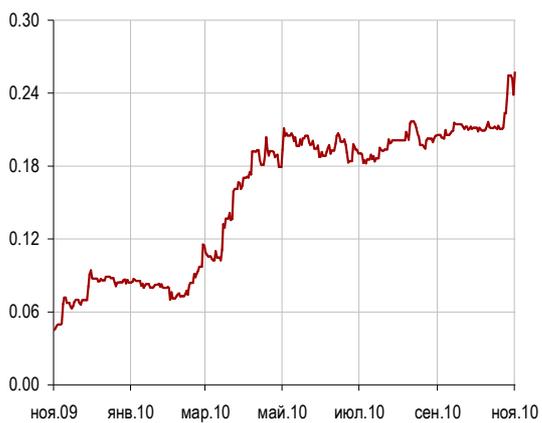
Sollers



КАМАЗ



Силловые машины



Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Долгожданное оживление

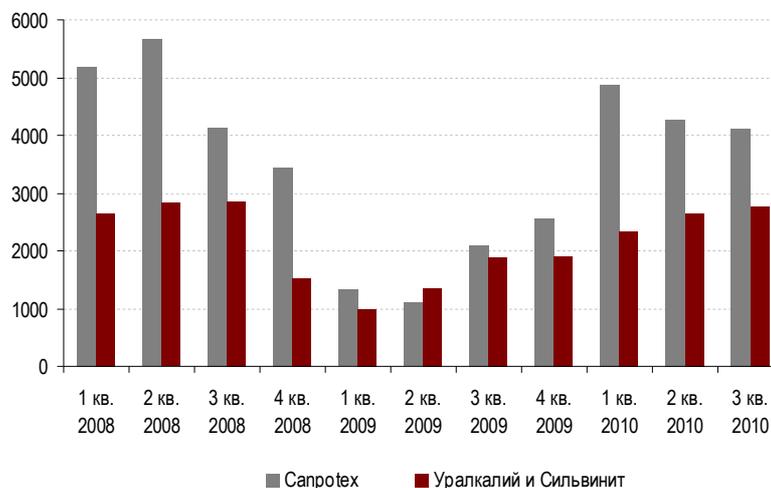
В прошедшем месяце на рынке калийных удобрений состоялось первое с момента начала кризиса серьезное повышение цен: крупнейший мировой производитель хлористого калия – канадская Potash Corp. – подняла цены на рынке США на \$ 50-75 за тонну (на 10-15 %). Акции компаний отрасли отреагировали на это известие дружным ростом, дальнейшие перспективы, на наш взгляд, будут во многом зависеть от исхода ряда предполагаемых сделок M&A в секторе.

| | | Цена \$ | МСар млн. \$ | P/E 10 | EV/S 10 | EV/EBITDA 10 | Цель \$ | Потенциал | Рекомендация |
|-----------|------|---------|--------------|--------|---------|--------------|---------|-----------|--------------|
| Уралкалий | URKA | 5.37 | 11 418 | 26.2 | 8.7 | 16.8 | 3.11 | -42% | продавать |
| Сильвинит | SILV | 700 | 5 478 | 8.0 | 4.6 | 7.0 | 812 | 16% | держать |
| Акрон | AKRN | 29.9 | 1 425 | 11.8 | 1.3 | 6.1 | 33.0 | 10% | держать |

Основные тенденции

Месяц назад мы писали о том, что после летнего всплеска цен на сельхозпродукцию в сентябре рост цен пришел и на рынки азотных и фосфорных удобрений. В октябре первое с начала кризиса серьезное повышение цен было отмечено и на калийном рынке: канадская Potash Corp. повысила цены для американского рынка на \$ 50-75 за тонну (или на 10-15 %), сделав рынок США самым премиальным рынком мира. На других спотовых рынках, в том числе на основных для российских производителей рынках Бразилии, стран ЮВА и Европы, ценовой импульс пока не столь заметен: рост цен здесь за последние месяцы составил лишь около \$ 20-50 за тонну (или 5-10 %).

Динамика производства KCl Canpotex и российскими производителями, тыс. т



Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Безусловно, рост стоимости продукции – серьезный фактор для котировок российских калийных компаний. Мы уже неоднократно имели возможность убедиться в том, что цены в этой отрасли куда важнее для финансовых показателей компаний, чем объемы реализации, восстановление которых началось больше года назад. Тем не менее, мы бы пока не стали впадать в слишком глубокую эйфорию по поводу последнего повышения цен по нескольким причинам. Во-первых, американский рынок все-таки составляет не самую большую часть продаж российских производителей (около 12 % экспорта Уралкалия); во-вторых, увеличение напряженности на этом рынке во многом связано с, по-видимому, искусственным снижением объемов продаж со стороны компаний Canpotex в течение 2010 г., которые, в отличие от российских производителей, до сих пор не вышли на 100%-ную загрузку мощностей. Нельзя исключать, что после того как ситуация с возможным поглощением Potash Corp. со стороны BHP Billiton получит свое разрешение, канадские производители перестанут «спонсировать конкурентов» и

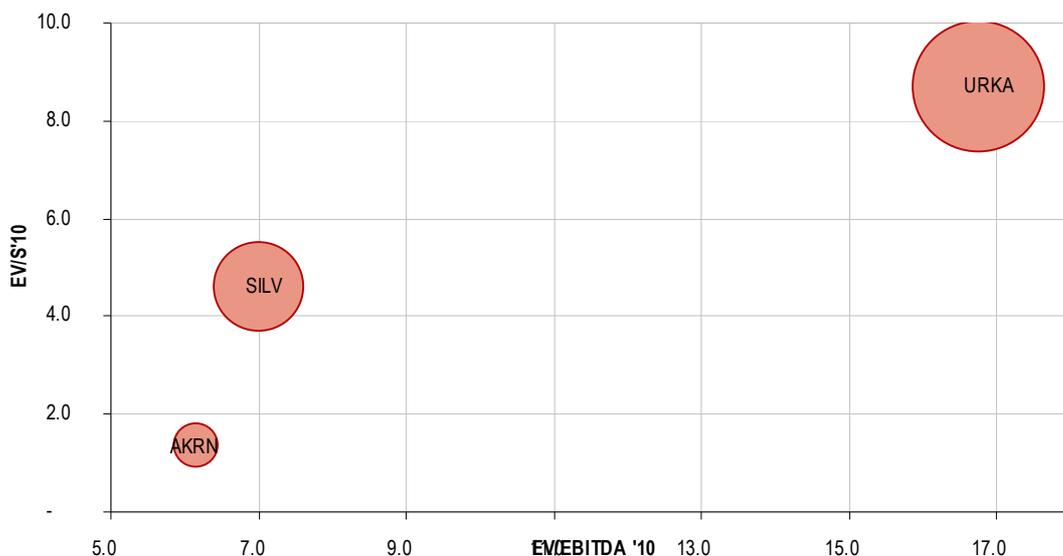
вновь увеличат свои производственные показатели, тем более что и Potash Corp., и Mosaic располагают солидными возможностями по расширению производства.

По-прежнему ничего не ясно и с потенциальными российскими M&A в секторе. О возможности объединения Уралкалия и Сильвинита, которое создало бы синергетический эффект для обеих компаний, говорят уже довольно давно, однако какой-то официальной или неофициальной информации на рынок не поступало уже несколько месяцев. Несмотря на очевидные фундаментальные преимущества объединения, мы по-прежнему опасаемся, что в рамках сделки будет создан новый холдинг, который сделает миноритариев обеих компаний «акционерами второго уровня», и, таким образом, рассматриваем предполагаемую сделку скорее как риск, чем как возможность для миноритариев Уралкалия и Сильвинита.

Ключевые рекомендации

В настоящий момент в секторе минеральных удобрений мы не рекомендуем к покупке ни одной ликвидной бумаги.

Оценка компаний сектора



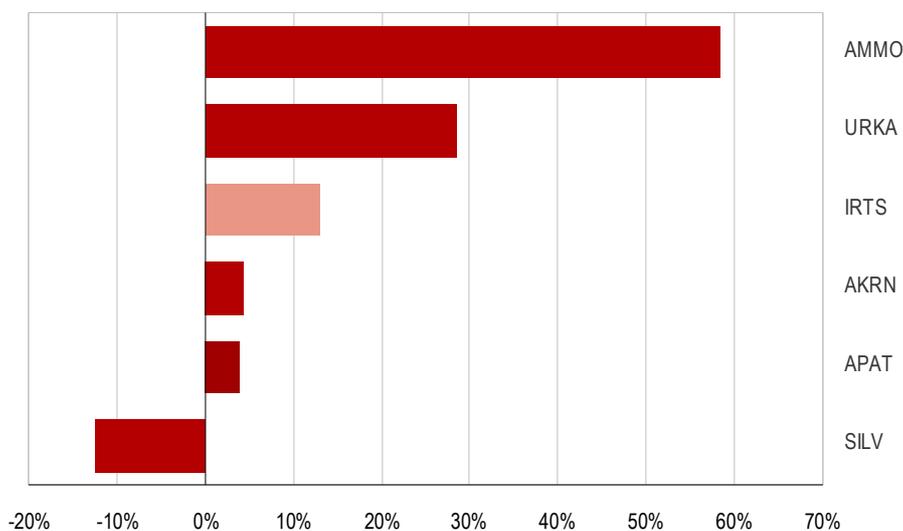
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

| | Выручка млн. \$ | | | ЕВITDA млн. \$ | | | Чистая прибыль млн. \$ | | |
|-----------|-----------------|--------|--------|----------------|--------|--------|------------------------|--------|--------|
| | 2009 | 2010 П | 2011 П | 2009 | 2010 П | 2011 П | 2009 | 2010 П | 2011 П |
| Уралкалий | 1 064 | 1 350 | 1 678 | 515 | 699 | 881 | 286 | 436 | 573 |
| Сильвинит | 1 051 | 1 404 | 1 589 | 749 | 925 | 1 002 | 524 | 682 | 745 |
| Акрон | 1 182 | 1 675 | 1 873 | 230 | 365 | 317 | 223 | 120 | 99 |

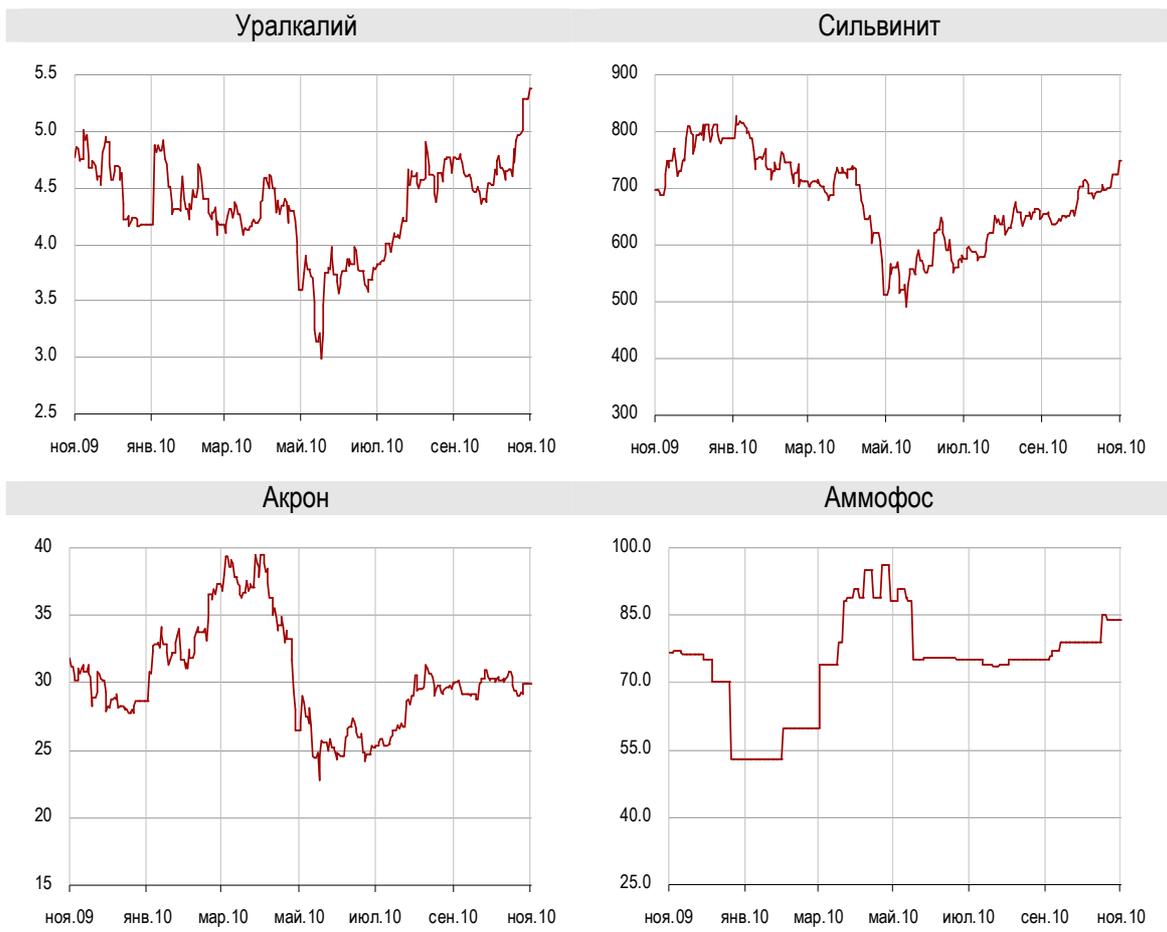
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС, ММББ

Динамика акций сектора за год



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Транспорт

Еще один удачный месяц

Сентябрьская статистика по сектору и новые прогнозы Росавиации позволяют отнести российский рынок к наиболее динамично растущим сегментам мировой авиаиндустрии. По нашим оценкам, в 2010 г. пассажирооборот российских авиакомпаний на 16 % превысит докризисные уровни.

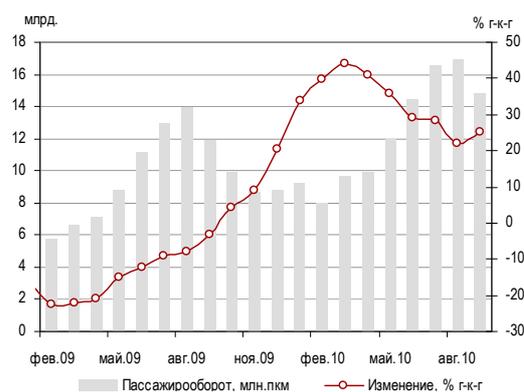
Несмотря на рост акций Аэрофлота и ЮТэйра в октябре, бумаги компаний сектора по основным мультипликаторам по-прежнему отстают от своих аналогов с развивающихся рынков.

| | | Цена \$ | МСар млн. \$ | P/E 10 | EV/S 10 | EV/EBITDA 10 | Цель \$ | Потенциал | Рекомендация |
|----------|------|---------|--------------|--------|---------|--------------|---------|-----------|--------------|
| Аэрофлот | AFLT | 2.50 | 2 778 | 30.9 | 0.9 | 7.7 | - | | |
| Ютэйр | TMAT | 0.51 | 294 | 32.3 | 0.6 | 12.5 | - | | |
| НМТП | NCSP | 8.7 | 2 233 | 10.1 | 3.5 | 5.8 | - | | |

Основные тенденции

В сентябре, по данным Росавиации, выполненный российскими авиакомпаниями пассажирооборот относительно аналогичного периода прошлого года увеличился на 25 %, по сравнению с 22 % месяцем ранее. За 9 месяцев 2010 г. объем перевезенных пассажиров увеличился на 27 %, превысив уровень в 34 млн чел.

Пассажирооборот российских авиакомпаний



Источники: Bloomberg, IATA, Росавиация, Аналитический департамент Банка Москвы

В октябре Росавиация объявила новый прогноз динамики российского авиарынка на 2010 год. По данным регулятора, в текущем году российские авиакомпании перевезут 56 млн пассажиров. Таким образом, по итогам 2010 г. российский рынок примерно на 11 % превысит докризисные уровни 2008 г. По нашим расчетам, пассажирооборот российских авиакомпаний в 2010 г. составит около 147 млрд пкм, что более чем на 16 % превышает докризисные уровни. Для сравнения, в соответствии с сентябрьскими прогнозами IATA, по итогам 2010 г. объем мирового авиарынка вырастет на 11 %, при этом годовые показатели превысят докризисные уровни всего на 3 %.

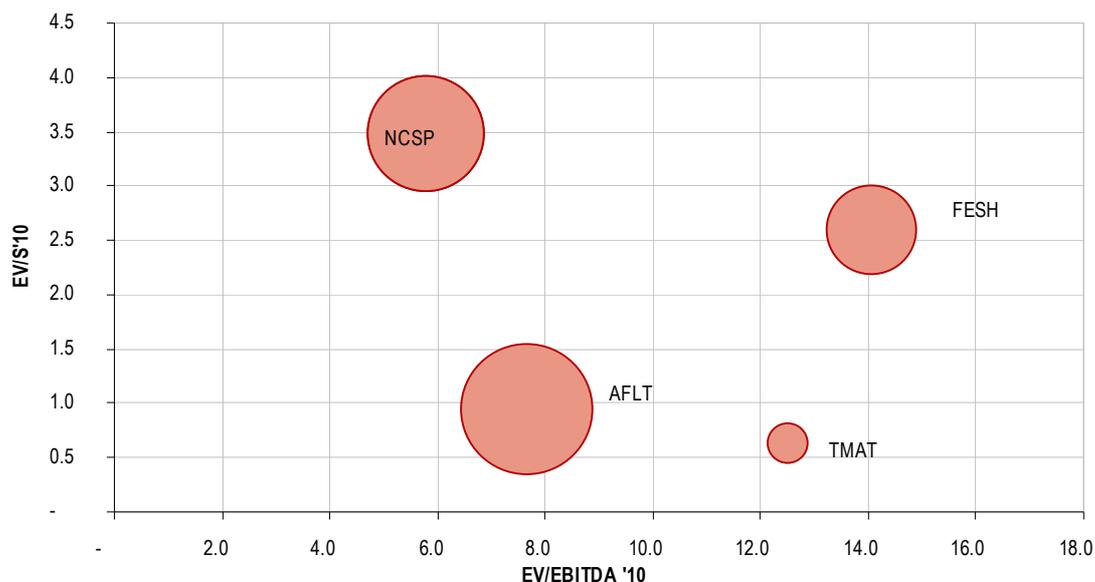
Акции российских авиакомпаний в октябре вновь выглядели лучше российского рынка в целом. За последний месяц бумаги российских авиакомпаний прибавили 16-27 %. Между тем, несмотря на последний рост, компании сектора по-прежнему торгуются ниже аналогов с развивающихся рынков.

Сравнительные мультипликаторы авиакомпаний

| | EV/EBITDA | | EV/S | | P/E | |
|----------------------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| | 2010 | 2011 | 2010 | 2011 | 2010 | 2011 |
| Аэрофлот | 7.7 | 6.2 | 0.9 | 0.8 | 30.9 | 23.4 |
| Ютэйр | 12.5 | 10.4 | 0.6 | 0.5 | 32.4 | 27.0 |
| Развитые рынки | 14.5 | 4.7 | 0.5 | 0.4 | neg | neg |
| Развивающиеся рынки | 9.9 | 6.5 | 1.4 | 1.2 | 26.2 | 12.9 |

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Оценка компаний сектора



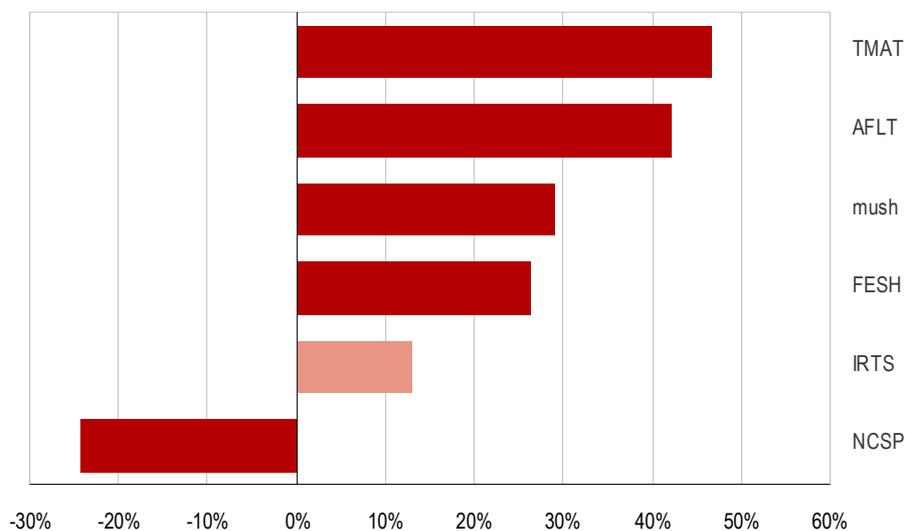
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

| | Выручка млн. \$ | | | ЕВITDA млн. \$ | | | Чистая прибыль млн. \$ | | |
|----------|-----------------|--------|--------|----------------|--------|--------|------------------------|--------|--------|
| | 2009 О | 2010 П | 2011 П | 2009 О | 2010 П | 2011 П | 2009 О | 2010 П | 2011 П |
| Аэрофлот | 3 272 | 3 828 | 4 402 | 378 | 464 | 572 | 48 | 90 | 119 |
| Ютэйр | 792 | 911 | 1 093 | 20 | 46 | 55 | 2 | 9 | 11 |
| НМТП | 675 | 728 | 801 | 428 | 435 | 456 | 250 | 221 | 232 |

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



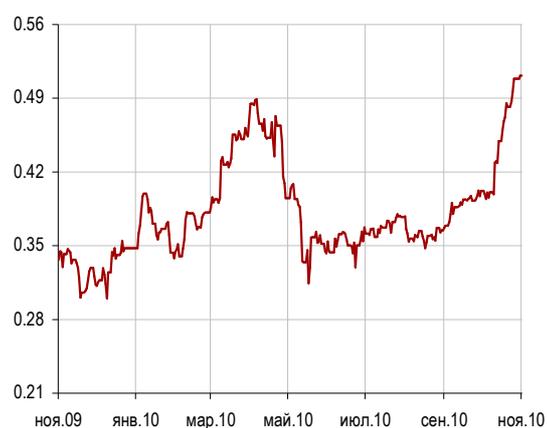
Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

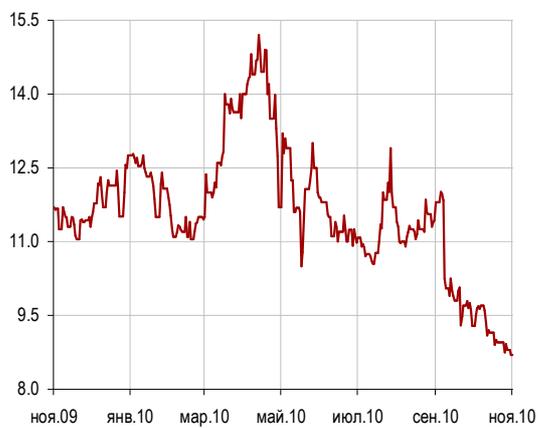
Аэрофлот



ЮТэйр



НМТП



Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Директор департамента

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru
Управление рынка акций
Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волон Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru
Банки, денежный рынок

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru
Нефть и газ

Борисов Денис, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru
Потребсектор

Купеев Виталий

Kupeev_VS@mmbank.ru
Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru
Телекоммуникации

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru
Металлургия, Химия

Волон Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru
Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru
Управление долговых рынков

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Сарсон Анастасия

Sarson_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 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 использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и ценных бумаг. 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 любой-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 благоприятное 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.