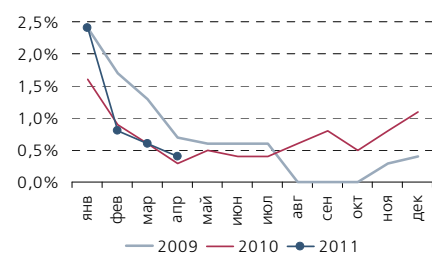


ИПЦ, м / м



Источник: Росстат, Тройка Диалог

Наш выбор

Нефть и газ

НОВАТЭК
ТНК-ВР Холдинг

Черная металлургия

Северсталь
Распадская

Цветная металлургия

Полиметалл
Уралкалий

Банки

Сбербанк
ВТБ

Телекоммуникации

МТС
Ростелеком

Потребительский сектор

X5 Retail Group
Магнит
М.Видео

Электроэнергетика

ОГК-4
Холдинг МРСК

Медиа и ИТ

СТС Медиа

Транспорт

Новороссийский МТП

Недвижимость

AFI Development
Группа ЛСР

Компании малой капитализации

Sollers
Нижнекамскнефтехим

Долговые бумаги. Еврооблигации

Газпром-19, -34
АЛРОСА-20

Долговые бумаги. Рублевые облигации

Евраз Груп 1-1
АЛРОСА-22
Газпром нефть - 8, -10Аналитический отдел +7 (495) 258 0511
research@troika.ru

Эрик Де Пой Erik_DePoy@troika.ru

Стратегия. Ежемесячный обзор

Ожидается возобновление роста

■ **Бегство от рисков сменится обратным движением.** Опасения, вызванные состоянием рынка суверенных долговых обязательств некоторых стран ЕС и перспективой более медленного восстановления мировой экономики под влиянием высоких цен на сырьевые товары, вызвали в мае снижение рынков, которое мы считаем здоровой коррекцией. Затронуло оно и Россию: текущий уровень Индекса РТС почти на 15% ниже годовых максимумов. Уменьшение склонности инвесторов к риску привело и к расширению спредов российских еврооблигаций.

■ **Что покупать при возобновлении роста?** С 2003 года Индекс РТС при коррекции теряет в среднем 21% за семь недель. Судя по глубине и продолжительности текущей коррекции, рынок готов к отскоку. Выделим несколько дешевых акций, которые, по нашему мнению, будут расти опережающими темпами: Северсталь, Распадская, СТС Медиа, НОВАТЭК и МТС. С фундаментальной точки зрения российский рынок остается привлекательным. Мы по-прежнему отдаем предпочтение ликвидным акциям компаний, ориентированных на удовлетворение внутреннего спроса и выигрывающих от укрепления рубля. Это, в частности, представители потребительского и финансового секторов.

■ **Среди долговых обязательств наиболее привлекательны рублевые облигации.** Перспектива укрепления рубля (благодаря высоким ценам на нефть) и снижения процентных ставок в России (вследствие замедления инфляции) делает наиболее привлекательными долговыми инструментами рублевые облигации. Среди государственных рублевых бумаг особенно интересны семилетние еврооблигации и долгосрочные облигации внутреннего займа, среди корпоративных – долговые обязательства ФСК ЭЭС, ВЭБа и Газпром нефти. Текущие спреды российских еврооблигаций, номинированных в иностранной валюте, представляются слишком узкими, но между еврооблигаций эмитентов из стран СНГ еще остались недооцененные.

■ **Инфляция нормализуется.** Недельная инфляция уже более двух месяцев составляет около 0,1%. Ожидается, что по итогам мая цены вырастут на 0,5%, как и годом ранее, а годовая инфляция составит 9,6%. В дальнейшем недельная инфляция останется на текущих уровнях (с сезонным замедлением в августе – сентябре), а годовая будет составлять около 9,6% до начала августа, после чего начнет уменьшаться.

■ **ЦБ может понизить ставки.** Если цены на нефть останутся около \$100 за баррель или выше, что будет способствовать сокращению дефицита бюджета (предположительно до 0,8% от ВВП по сравнению с 4,0% в 2010 году), и если ЦБ сведет к минимуму валютные интервенции, инфляция по итогам года может составить 7,0–7,5%. Ее замедление создаст предпосылки для снижения ставки ЦБ, возможно, в 4К11. Инвесторы пока не обращают внимания на стабильно низкую недельную инфляцию, но ожидающееся замедление годовой инфляции может, как и в 2П09, повысить их интерес к российскому рынку.

ЭТА СТРАНИЦА НАМЕРЕННО ОСТАВЛЕНА ПУСТОЙ

Содержание

Лучшие акции	4
Стратегия. Основные показатели	7
Нефть и газ. Purche Porti La Gonnella... ..	9
Черная металлургия. Дело идет к развороту?.....	12
Цветная металлургия и удобрения. Инфляция затрат напоминает о себе	14
Банки. Кредитование набирает обороты.....	17
Телекоммуникации. У мобильных операторов больше разнообразия	20
Потребительский сектор. Первые признаки улучшения рентабельности	23
Электроэнергетика. Инвесторы пока не в настроении	26
Медиа и ИТ. Иногда старое все же лучше нового	29
Транспорт. Обзор результатов.....	32
Недвижимость. Позитивный эффект	35
Компании малой капитализации. Химическая отрасль выходит в лидеры	37
Долговые бумаги. Рублевые облигации выгоднее.....	40
Мировой рынок	44
Рынки EMEA.....	45
Макроэкономические показатели.....	46
Ликвидность	47

Примечание. Все данные приведены по состоянию на момент закрытия рынка 26 мая, если не указано иное.

Лучшие акции

Ликвидные акции

НОВАТЭК: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА \$160

Мы полагаем, что рост котировок НОВАТЭКа пока не в полной мере отражает перспективы бизнеса компании. В текущем году катализаторами роста могут стать такие события, как обнародование списка новых иностранных партнеров по проекту Ямал-СПГ – новые партнеры, вероятнее всего, будут определены в том числе и по такому признаку, как способность обеспечить сбыт СПГ. Кроме того, у НОВАТЭКа есть хорошие шансы на увеличение базы запасов по итогам июньского конкурса по распределению гослицензий на разработку четырех месторождений, совокупные извлекаемые запасы которых составляют почти 1 трлн. куб. м.

СЕВЕРСТАЛЬ: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА \$22

Акции Северстали остаются, на наш взгляд, самыми привлекательными в секторе: компания, во-первых, недооценена, а во-вторых, способна значительно улучшить свои производственно-финансовые показатели. В частности, более благоприятными стали перспективы ее реорганизованного, уменьшившегося в размерах североамериканского подразделения, и в 2011 году от него можно ждать хороших результатов.

МТС: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА \$30,30

Это наш фаворит в телекоммуникационном секторе. Мы считаем, что худшее уже позади, и полагаем, что период масштабного валового прироста абонентов, из-за которого показатели рентабельности компании были под давлением, завершен. Следует отметить, что увеличивается доля выручки, генерируемой за счет предоставления высокорентабельных услуг передачи данных и голосовой связи внутри сети, а потому, по нашим прогнозам, начиная с 2К11 финансовые показатели компании будут расти. Итак, мы ожидаем постепенного повышения фундаментальной стоимости бумаг МТС и на основе текущих котировок выставляем рекомендацию ПОКУПАТЬ.

Акции НОВАТЭКа и Индекс РТС



Источник: Bloomberg

Акции Северстали и Индекс РТС



Источник: Bloomberg

Акции МТС и Индекс РТС



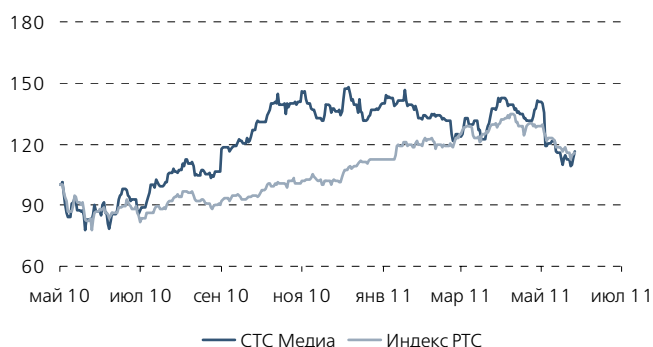
Источник: Bloomberg

Менее ликвидные акции

СТС МЕДИА: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА \$27,15

За резким снижением котировок, наблюдавшимся в мае, должно последовать восстановление, и, по нашему мнению, нынешнее падение рыночной стоимости дает отличную инвестиционную возможность. Мы не ожидаем быстрого восстановления стоимости, но полагаем, что следующим катализатором роста станет публикация в начале августа результатов за 2К11. Согласно нашим ожиданиям, импульс котировкам СТС Медиа придаст рост цен на рекламу, который в 2К11 должен составить как минимум 33% (именно этот темп роста в своей модели учитывает Видео Интернешнл, и, вероятно, таким он и будет для СТС Медиа). Для участников рынка этот рост может стать приятным сюрпризом, так как, на наш взгляд, в текущих котировках этот рост в полной мере не учтен. Более того, если СТС Медиа в течение 2К11 удастся сохранить показатель power ratio (отношение доли компании в совокупной выручке рынка и ее доли аудитории) на том же уровне, что и после его роста в 1К11, это может стать дополнительным стимулом роста. Что касается изменений в структуре собственности, то, по нашему мнению, СТС Медиа станет для новых акционеров “дойной коровой”. Однако следует отметить, что, как мы полагаем, денежные средства будут выводиться из компании посредством выплаты высоких дивидендов, а не какими-либо другими способами, которые могли бы подорвать ее фундаментальную стоимость. Таким образом, миноритарные акционеры также выиграют от смены собственника. Подтверждением нашего мнения служит включение в текст акционерного соглашения положения о дивидендной политике, согласно которому минимальный коэффициент дивидендных выплат установлен на уровне 50% от чистой прибыли за предшествующий период.

Акции СТС Медиа и Индекс РТС



Источник: Bloomberg

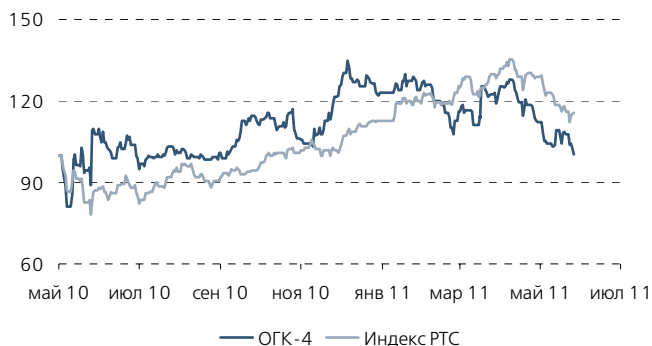
ОГК-4: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА \$0,13

С 1 июня акции компании были исключены из индекса MSCI Russia, что уже вызвало падение ее котировок. Мы рекомендуем воспользоваться данной возможностью и приобрести бумаги компании по низкой цене, даже несмотря на неопределенность в вопросах регулирования в секторе. ОГК-4 – наиболее эффективная среди ОГК, ее контрольный пакет принадлежит германской E.ON. Акции ОГК-4 оценены сравнительно недорого по прогнозному коэффициенту “стоимость предприятия / EBITDA” как за 2011, так и за 2012 год. В первом квартале компания показала сильные результаты и по итогам года должна ввести в эксплуатацию 1,2 ГВт новой мощности. Если рост газовых тарифов будет утвержден на уровне ниже, чем 15% в год, ОГК-4 пострадает от этого решения в меньшей степени, чем другие ОГК.

НИЖНЕКАМСКНЕФТЕХИМ: ИНДИКАТИВНЫЙ ДИАПАЗОН \$1,00–1,20

Финансовые показатели компании за 2011 год, вероятно, будут не хуже прошлогодних – конъюнктура цен на каучук и пластмассу очень благоприятна для Нижнекамскнефтехима. Руководство компании ожидает 20%-го роста выручки и 30%-го роста операционной прибыли. Планируется, что в дальнейшем компания будет по-прежнему направлять на выплату дивидендов 30% чистой прибыли. Это предполагает, что дивидендная доходность обыкновенных и привилегированных акций составит соответственно 7,5% и 12,5%. Текущее значение коэффициента “стоимость предприятия / EBITDA 2011о” составляет 2,2, т. е. Нижнекамскнефтехим котируется со значительным дисконтом к аналогам с развивающихся рынков.

Акции ОГК-4 и Индекс РТС



Источник: Bloomberg

Акции Нижнекамскнефтехима и Индекс РТС



Источник: Bloomberg

Стратегия. Основные показатели

Стратегия. Основные показатели

Россия: динамика секторов



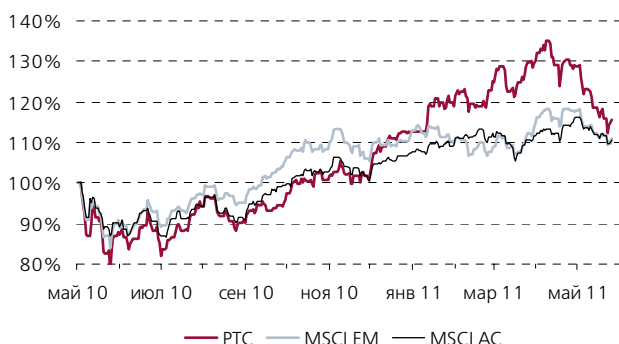
Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Потенциал роста на 12 месяцев



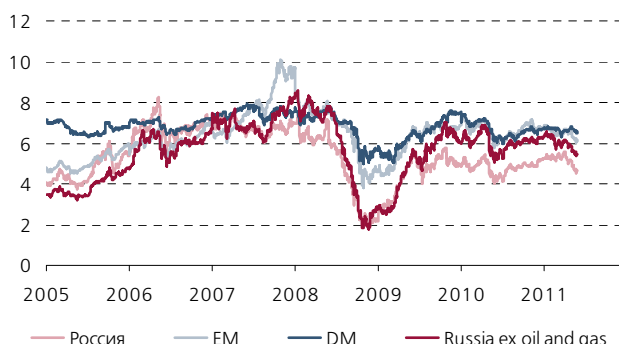
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка

EV/EBITDA – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

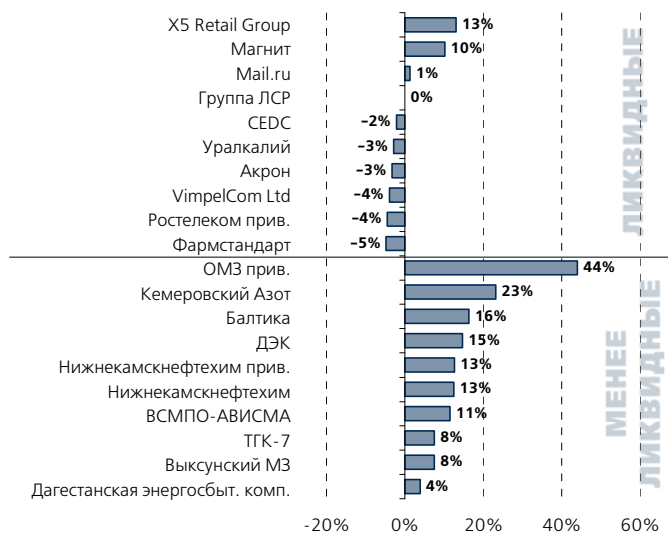
	Капит. \$ млн.	ADT \$ млн.	2011о				2012о			
			P/E	EPS, г / г	EV/EBITDA	P/BV	Чист. долг./EBITDA	P/E	EPS, г / г	EV/EBITDA
Нефть	263 513	1 017	6,3	9%	3,9	1,1	2%	7,3	-12%	4,1
Газ	196 931	1 598	5,0	15%	4,5	0,8	85%	4,6	9%	3,9
Черная металлургия	74 921	178	10,1	54%	5,7	1,5	131%	8,3	27%	4,7
Цветная металлургия	69 138	513	8,7	10%	4,6	1,7	27%	9,4	-11%	4,5
Банки	122 847	1 332	8,2	67%	-	1,6	-	7,2	13%	-
Мобильная связь	38 070	109	8,9	22%	4,0	2,3	61%	7,8	13%	3,5
Удобрения	34 024	78	12,3	81%	9,0	4,1	116%	6,6	81%	4,9
Драгоценные металлы	21 761	79	14,9	91%	9,0	2,7	14%	12,6	18%	7,4
Электроэнергетика	86 524	150	13,0	22%	5,4	0,7	98%	8,3	50%	4,2
Потребительский сектор	62 599	177	19,8	18%	10,3	3,5	100%	14,8	32%	8,3
Проводная связь	21 077	57	6,8	117%	3,0	1,2	57%	6,5	5%	2,5
Уголь	21 636	76	8,4	84%	5,9	2,1	143%	6,2	42%	4,5
Прочие	103 366	243	8,4	23%	5,8	1,1	159%	6,8	18%	5,6
Россия	1 116 406	5 368	7,5	23%	4,8	1,2	70%	6,9	8%	4,4
Россия (внутр. рынок)	428 194	2 066	9,9	41%	5,5	1,3	110%	8,0	21%	4,8
Россия (экспортеры)	688 213	3 542	6,6	17%	4,6	1,1	53%	6,4	3%	4,2
EM	-	-	10,4	21%	6,4	1,7	97%	9,1	13%	5,7
DM	-	-	12,8	16%	6,9	1,5	104%	11,2	13%	6,2

* За исключением электроэнергетического сектора.

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

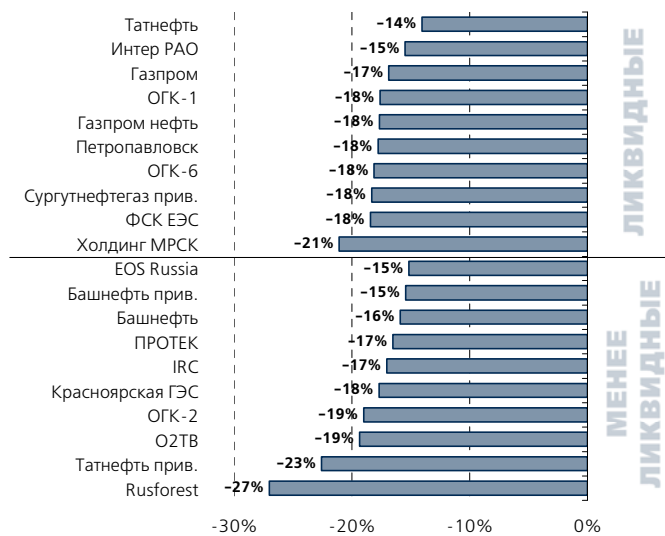
Акции

Лидеры роста за месяц



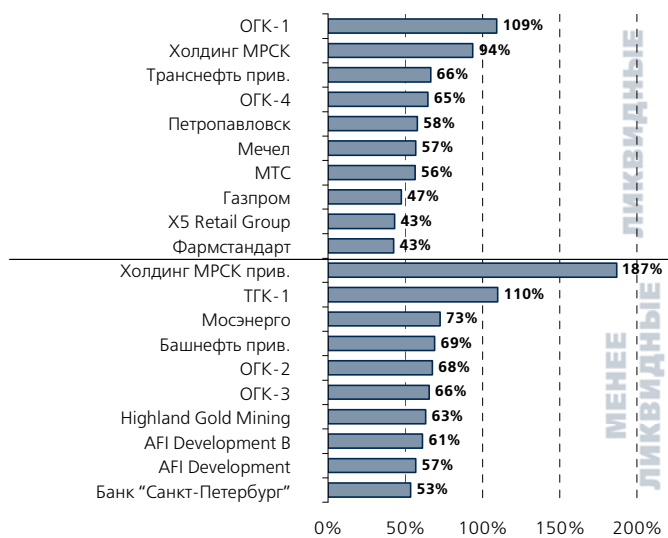
Источник: Bloomberg

Отстающие за месяц



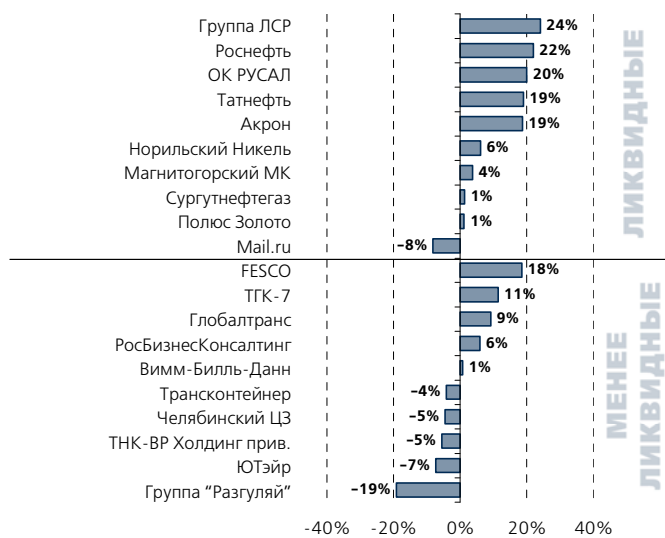
Источник: Bloomberg

Наибольший потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Наименьший потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Повышение целевых цен (рекомендаций) в прошлом месяце

	Рекомендация		Целевая цена, \$		
	Прежняя	Новая	Прежняя	Новая	Изм.
Sollers	ДЕРЖАТЬ	ПОКУПАТЬ	23,52	31,85	35%
Калина	ДЕРЖАТЬ	ПОКУПАТЬ	37,10	48,00	29%
ОК РУСАЛ	ДЕРЖАТЬ	ПОКУПАТЬ	1,69	1,75	3%
СТС Медиа	ДЕРЖАТЬ	ПОКУПАТЬ	27,00	27,15	1%

* индикативный диапазон

Источник: Тройка Диалог

Понижение целевых цен (рекомендаций) в прошлом месяце

	Рекомендация		Целевая цена, \$		
	Прежняя	Новая	Прежняя	Новая	Изм.
Росинтер	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	31,500	20,000	-37%
Распадская	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	9,200	8,200	-11%

* индикативный диапазон

Источник: Тройка Диалог

Нефть и газ. *Purche Porti La Gonnella...*

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В течение прошедшего месяца инвестиционное сообщество пребывало в состоянии неопределенности, пока правительство изучало новые способы усовершенствования разбалансированной системы налогообложения российской нефтяной отрасли. Нынешняя ситуация напоминает сюжет итальянской оперы-буфф: некий завистливый купец строит козни с целью лишить своих более удачливых конкурентов благосклонности герцога (бывший председатель совета директоров Роснефти Игорь Сечин лишил Сургутнефтегаз и ТНК-ВР Холдинг льгот по экспортной пошлине для нефти с новых месторождений), простаки ходатайствуют за других вопреки собственным интересам (Татнефть убеждает правительство, что пересмотр системы экспортных пошлин негативно отразится на показателях ее нового НПЗ, несмотря на то что эти изменения в целом должны обеспечить компании рост чистой выручки), и все это сопровождается постоянно меняющейся “арией чисел” (изначально хор твердит “60-66”, затем, неожиданно, тональность падает – хор твердит “55-86 при цене выше \$90 за баррель”, или даже “\$95 за баррель”). Весь этот фарс настолько утомителен, что с каждым днем перспективы пересмотра системы налогообложения к намеченному сроку, т. е. к июлю, становятся все более призрачными.

Инвесторам приходится не только пристально следить за всеми перипетиями этого весьма запутанного сюжета, но и одновременно уделять внимание еще одному спектаклю – комедии на тему налогообложения газовой отрасли. Список действующих лиц и исполнителей: Алексей Кудрин в роли мрачного казначея, которого расточительность государя вынуждает промышленять на большой дороге; Газпром в роли напыщенного вельможи, который вот-вот попадет в засаду, подстроенную казначеем (т. е. его налоговая нагрузка, видимо, удвоится); НОВАТЭК в роли молодцеватого юнца, который рассчитывает избежать подстроенной ловушки, скорректировав законы физики, т. е. изменив понятие “газа” как объекта налогообложения. Вторая постановка, вероятно, будет еще довольно долго развлекать зрителей нынешним летом.

СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ И ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Глобальное снижение процентных ставок, вероятно, окажет поддержку спросу на сырье, включая нефть, нивелируя последствия от снижения спроса. Способность государства добиться замедления инфляции имеет для нефтегазовой отрасли не столь большое значение, как для других секторов – нефтедобывающим компаниям традиционно всегда удавалось достаточно эффективно ограничивать рост своих операционных расходов, а основную часть их совокупных затрат составляют налоговые выплаты.

Укрепление рубля, вероятно, будет способствовать увеличению операционных затрат и капиталовложений (большая часть которых номинирована в российской валюте), однако этот фактор не столь критичен для нефтегазовой отрасли, как уровень цен на нефть, повышение которых и является причиной ревальвации. Для НОВАТЭКа укрепление рубля является еще одним позитивным фактором наряду с повышением цен на нефть – более 60% выручки компании составляют рублевые поступления от реализации газа на внутреннем рынке. Для Газпрома повышение курса российской валюты – достаточно нейтральный фактор: рост рублевых расходов компенсируется повышением рентабельности продаж газа российским потребителям.

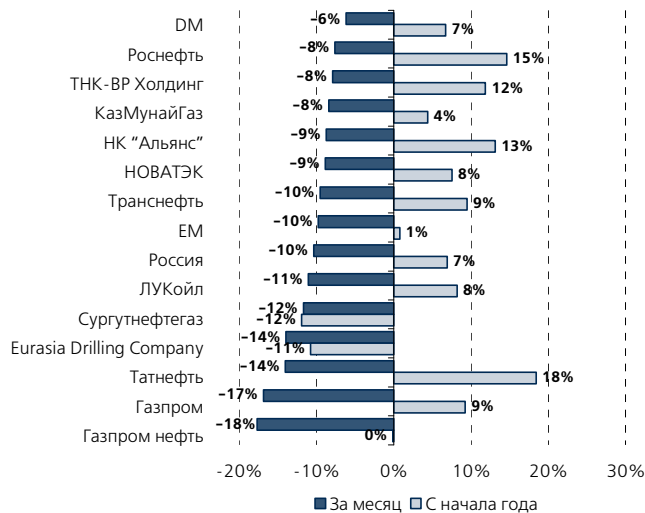
ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- **НОВАТЭК.** Мы полагаем, что рост котировок компании пока не в полной мере отражает потенциал ее бизнеса. В текущем году катализаторами роста могут стать такие события, как обнародование списка новых иностранных партнеров по проекту Ямал-СПГ – новые партнеры, вероятнее всего, будут определены в том числе и по такому признаку, как способность обеспечить сбыт СПГ. Кроме того, у НОВАЭТКа есть хорошие шансы на увеличение базы запасов по итогам июньского конкурса по распределению гослицензий на разработку четырех месторождений, совокупные извлекаемые запасы которых составляют почти 1 трлн. куб. м.
- **ТНК-ВР Холдинг.** Устойчивый рост добычи на новых месторождениях и хорошая способность генерировать денежные потоки делают эту компанию одним из наших фаворитов в нефтегазовом секторе. Мы полагаем, что она вполне может обеспечить своим акционерам идеальный сценарий – высокие темпы роста добычи и большие дивиденды при умеренном уровне задолженности.

Oleg_Maximov@troika.ru, Alex_Fak@troika.ru, Valery_Nesterov@troika.ru

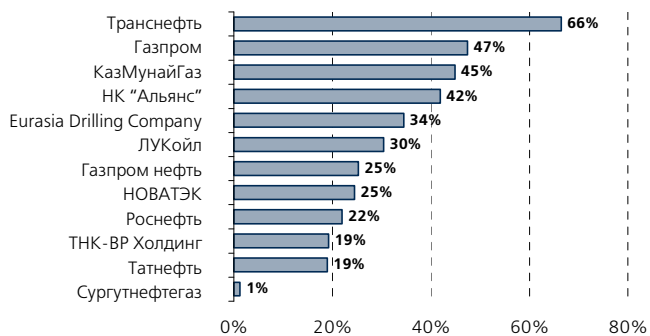
Нефть и газ. Основные показатели

Динамика акций



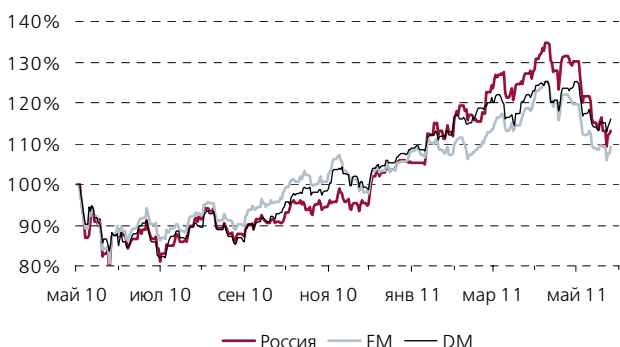
Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



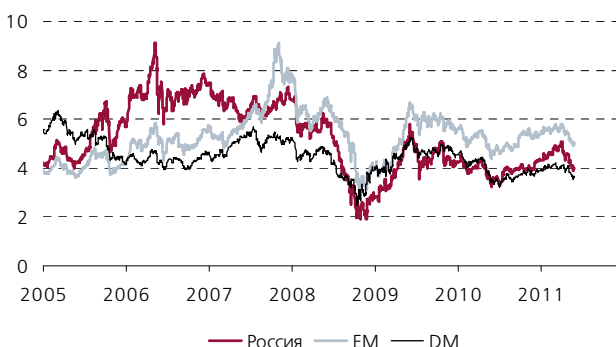
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/EBITDA – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/EBITDA	EPS, г/г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г/г
Газпром	6,92	10,20	157 915	1 523	ПОКУПАТЬ	4,2	3,9	12%	0,7	84%	3,4	8%
ЛУКОЙЛ	61,33	80,00	50 388	528	ДЕРЖАТЬ	4,3	3,1	21%	0,7	32%	3,2	-12%
Роснефть	8,20	10,00	78 692	298	ПОКУПАТЬ	7,5	4,6	2%	1,2	45%	4,9	-19%
Сургутнефтегаз	0,93	0,94	36 818	125	ДЕРЖАТЬ	6,0	1,5	8%	0,8	-306%	1,7	-18%
НОВАТЭК	129	160	39 017	75	ПОКУПАТЬ	17,9	16,2	63%	6,2	109%	12,6	25%
Татнефть	5,67	6,75	11 978	34	ДЕРЖАТЬ	8,8	6,5	11%	1,0	158%	6,0	12%
Транснефть	1 352	2 250	8 408	28	ПОКУПАТЬ	2,5	2,3	3%	0,3	114%	2,1	0%
Eurasia Drilling Company	29,00	39,00	4 259	13	ПОКУПАТЬ	13,4	7,6	53%	2,9	40%	5,4	36%
НК "Альянс"	17,79	25,24	3 052	10	ПОКУПАТЬ	8,6	6,7	60%	1,4	212%	4,7	36%
КазМунайГаз	20,70	30,00	9 223	10	ПОКУПАТЬ	5,0	3,6	12%	1,0	-177%	3,4	3%
Газпром нефть	4,19	5,25	19 864	10	ДЕРЖАТЬ	5,1	3,6	23%	0,9	43%	3,6	-10%
ТНК-ВР Холдинг	3,02	3,60	49 047	3	ПОКУПАТЬ	7,4	5,1	-3%	2,2	13%	5,4	-12%
Россия	-	-	477 489	2 662	-	5,6	4,1	12%	0,9	44%	3,9	-2%
EM	-	-	-	-	-	8,5	5,1	16%	1,3	74%	5,0	0%
DM	-	-	-	-	-	8,7	3,8	30%	1,4	37%	3,5	8%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Черная металлургия. Дело идет к развороту?

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В мае мировые цены на стальную продукцию стабилизировались, а на некоторые ее виды даже выросли. Это относится в первую очередь к заготовке, экспортируемой из Турции и стран СНГ. Единственный крупный рынок, где в июне вероятно продолжение коррекции, – Северная Америка, хотя местные производители пытаются остановить нисходящее движение. Цены в России в основном снижались под влиянием вялого спроса на внешних рынках и дальнейшего увеличения импорта из соседних стран СНГ.

На рынках сырья для производства стали май характеризовался низкой активностью и тенденцией к медленному снижению цен. Эталонные спотовые цены на железную руду опустились на 5–7%, хотя объем производства стали в Китае продолжал бить все рекорды. Контракты на поставку твердого коксующегося угля в ЗК11 заключались по цене \$315 за тонну, что на 5% ниже контрактной цены на 2К11 (хотя и значительно выше ожидавшейся). Одной из основных причин такого поведения рынков является озабоченность их участников последствиями природных катаклизмов для экономики Японии – тревога, которая в ближайшее время едва ли рассеется.

Тем не менее рынок, по-видимому, почти достиг дна и в 2П11 должен восстановиться. Отскок, по-видимому, не будет сильным, однако в случае стабилизации политической ситуации на Ближнем Востоке и в Северной Африке или оживления японской экономики росту может быть придан более мощный импульс.

СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ И ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Укрепление рубля отрицательно влияет на финансовые показатели российских предприятий черной металлургии и в долгосрочной перспективе по-прежнему представляет угрозу их рентабельности. Замедление потребительской инфляции для отрасли, по сути, малозначимо: здесь себестоимость формируется за счет иных факторов, таких как тарифы на газ и цена топлива.

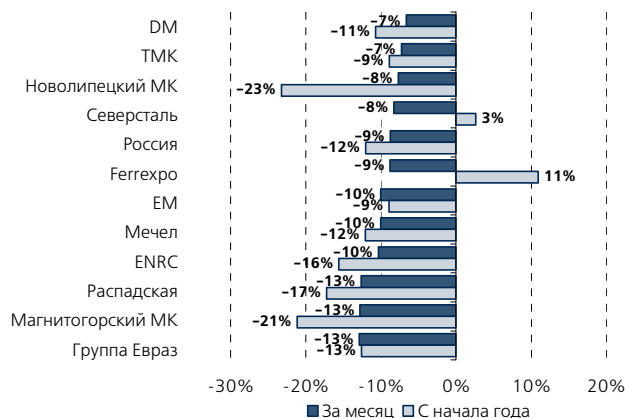
ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- **Северсталь.** Акции Северстали остаются, на наш взгляд, самыми привлекательными в секторе: компания, во-первых, недооценена, а во-вторых, способна значительно улучшить свои производственно-финансовые показатели. В частности, более благоприятными стали перспективы ее реорганизованного, уменьшившегося в размерах североамериканского дивизиона, и в 2011 году от него можно ждать хороших результатов.
- **Распадская.** С февраля, когда распространились слухи о возможной смене собственника предприятия, акции Распадской сильно подешевели. В ближайшее время никакой продажи не планируется, однако, как нам представляется, рынок все еще оценивает компанию исходя из худшего сценария. Между тем снижение акций, возможно, почти завершилось, и на текущих уровнях они выглядят недооцененными.

Sergey_Donskoy@troika.ru, Mikhail_Stiskin@troika.ru, Irina_Lapshina@troika.ru

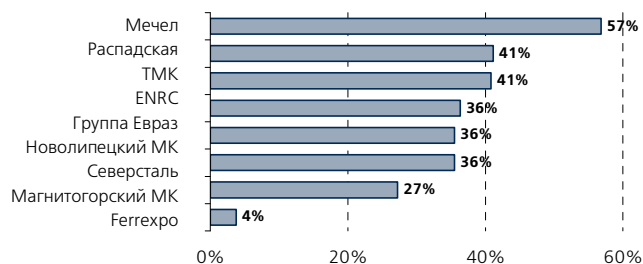
Черная металлургия. Основные показатели

Динамика акций



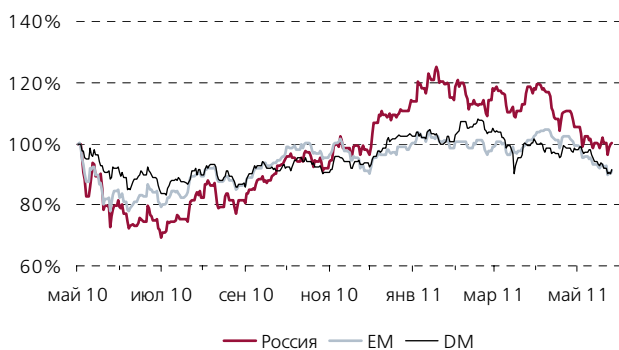
Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/EBITDA – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/EBITDA	EPS, г/г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г/г
Северсталь	17,29	22,00	17 423	73,6	ПОКУПАТЬ	8,0	5,1	71%	1,8	80%	4,3	16%
Мечел	25,70	40,30	11 424	69,2	ПОКУПАТЬ	7,8	5,8	105%	2,1	196%	4,4	36%
Группа Евраз	31,36	42,50	13 732	51,4	ДЕРЖАТЬ	12,8	4,9	-	1,2	176%	4,2	40%
ENRC	13,79	18,80	17 756	29,1	ПОКУПАТЬ	7,9	4,7	21%	1,5	23%	4,5	2%
Новолипецкий МК	36,60	49,60	21 935	25,8	ДЕРЖАТЬ	10,3	6,5	49%	1,9	48%	5,3	23%
Магнитогорский МК	11,47	11,90	9 855	11,5	ПРОДАВАТЬ	19,5	7,0	96%	0,9	200%	5,5	59%
ТМК	18,82	26,50	4 411	10,9	ПОКУПАТЬ	10,8	7,1	263%	2,1	315%	6,3	21%
Ferrexpo	7,19	6,30	4 234	8,4	ДЕРЖАТЬ	8,2	6,2	48%	3,3	-14%	6,0	-3%
Распадская	5,81	8,20	4 543	6,8	ПОКУПАТЬ	11,5	6,6	62%	2,4	-50%	3,5	83%
Россия	-	-	74 921	178	-	10,1	5,7	54%	1,5	131%	4,7	27%
EM	-	-	-	-	-	9,0	5,5	25%	1,4	128%	4,6	21%
DM	-	-	-	-	-	11,6	5,9	52%	1,1	198%	4,9	31%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Цветная металлургия и удобрения. Инфляция затрат напоминает о себе

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В секторе цветной металлургии в центре внимания вновь оказалась инфляция затрат. О ней напомнили малоудовлетворительные результаты ОК РУСАЛ по МСФО за 1К11: на чистую прибыль компании продолжали влиять укрепление рубля, рост стоимости сырья, а главное, повышение цен на электричество, причинами которого стали полная либерализация энергорынка с января 2011 года и введение нового порядка государственного регулирования электроэнергетической отрасли.

Между тем Уралкалий, действующий на внешних рынках через Белорусскую калийную компанию, повысил цены на стандартный хлористый калий еще на 6% до \$540 за тонну, что укрепляет позиции производителей калийных удобрений на текущих переговорах с индийскими и китайскими потребителями.

Хотя нас по-прежнему смущает то, что многие принимают инфляционный рост цен на сырьевые товары, поддерживаемый исключительно мягкой денежной политикой ведущих центральных банков, за подлинный, долгосрочный, структурный сдвиг в соотношении спроса и предложения, мы положительно оцениваем перспективы сектора. Наиболее интересны, однако, не предприятия цветной металлургии, а производители удобрений и драгоценных металлов.

СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ И ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Укрепление рубля отрицательно сказывается на рентабельности горнодобывающих компаний, поскольку все они ориентированы на внешний рынок. Наибольшую опасность оно представляет для РУСАЛа, меньшую – для Уралкалия и Норильского Никеля с их высокой маржей. Снижение инфляции можно признать, напротив, благоприятным для отрасли, если исходить из того, что оно будет способствовать замедлению роста заработных плат и тарифов естественных монополий (в частности, РЖД). Наконец, понижение процентных ставок будет выгодно в первую очередь компаниям с большой долговой нагрузкой, т. е. прежде всего Акрону и РУСАЛу.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

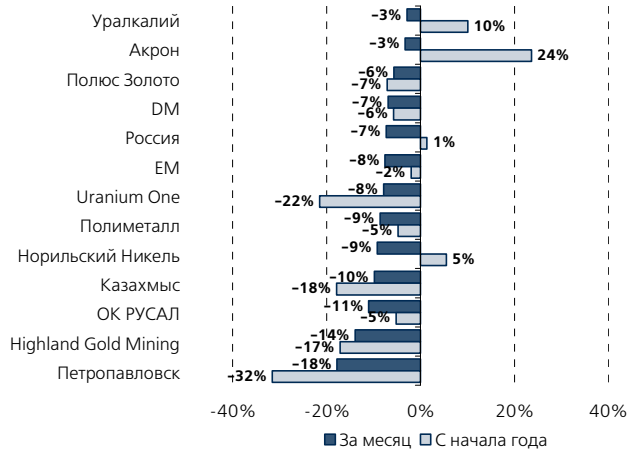
- **Полиметалл.** Это одна из наиболее высококачественных акций сектора: компания осуществляла выгодные приобретения и успешно реализовывала производственные планы. Правда, в нынешнем году план, вероятно, будет невыполнен на 10–15%, т. к. новые мощности вводятся в эксплуатацию медленнее, чем ожидалось, но на долгосрочные перспективы роста производства эти задержки почти не влияют. Мы по-прежнему полагаем, что EBITDA Полиметалла увеличится более чем на 50% как в 2011, так и в 2012 году. Коэффициенты, рассчитанные на основе прогнозных показателей 2012 года, довольно низки, но следует иметь в виду краткосрочный риск, связанный с возможным переносом юридического адреса компании в Лондон и организацией на Лондонской бирже вторичного публичного размещения акций.
- Привлекательность **Уралкалия** обусловлена в первую очередь положительной оценкой перспектив калийного рынка. В США цены уже достигли \$565 за тонну (CFR), а эталонные спотовые цены на стандартный хлористый калий в Бразилии повысились на 10% и составляют

\$540 за тонну (CFR). Реакция рынка на этот рост, как мы полагаем, запаздывает, и аналитикам предстоит значительно повысить прогноз прибыли на акцию калийных компаний. С точки зрения фундаментального соотношения спроса и предложения рынок калийных удобрений представляется в 2011 году одним из наиболее привлекательных сырьевых рынков.

Mikhail_Stiskin@troika.ru, Sergey_Donskoy@troika.ru, Irina_Lapshina@troika.ru, Zaurbek_Zhunisov@troika.kz, Stanislav_Ermakov@troika.ru

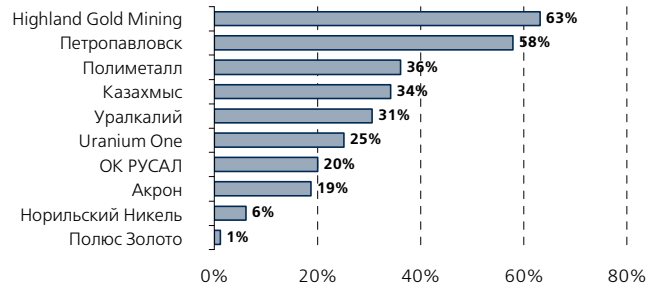
Цветная металлургия и удобрения. Основные показатели

Динамика акций



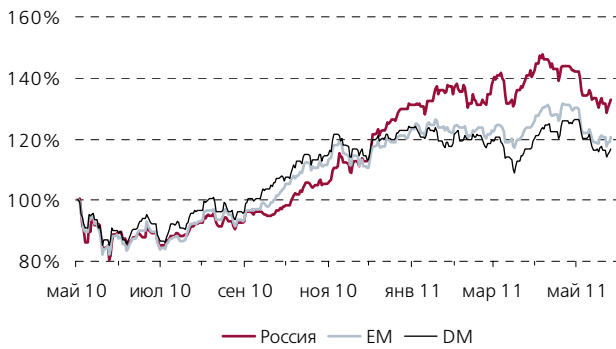
Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



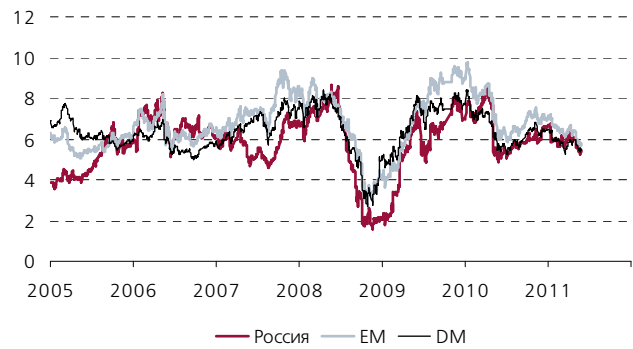
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/ЕБИТДА – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/ЕБИТДА	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/ЕБИТДА	EV/ЕБИТДА	EPS, г / г
Норильский Никель	24,97	26,50	43 905	502,1	ДЕРЖАТЬ	8,7	4,4	8%	2,0	-90%	4,6	-15%
Уралкалий	40,42	52,80	17 174	70,0	ПОКУПАТЬ	19,9	10,8	164%	12,5	127%	4,1	154%
Полюс Золото	33,67	34,07	12 113	54,0	ДЕРЖАТЬ	21,0	12,5	33%	3,1	-60%	9,8	27%
Казахмыс	20,67	27,73	11 062	41,4	ПОКУПАТЬ	5,9	3,3	33%	1,1	4%	3,6	-9%
Uranium One	3,80	4,75	2 231	29,5	ДЕРЖАТЬ	32,0	10,7	-	1,5	410%	7,2	72%
Петропавловск	12,20	19,26	2 292	13,8	ПОКУПАТЬ	9,6	5,1	1140%	1,2	125%	5,0	-11%
Полиметалл	17,43	23,73	6 300	10,6	ПОКУПАТЬ	12,1	8,4	131%	3,8	59%	6,6	23%
ОК РУСАЛ	1,45	1,75	22 007	8,0	ПОКУПАТЬ	12,6	5,5	13%	1,5	318%	4,5	-3%
Акрон	4,45	5,28	1 995	7,5	ДЕРЖАТЬ	8,7	5,5	46%	1,2	237%	5,9	-11%
Highland Gold Mining	2,43	3,97	791	0,9	ПОКУПАТЬ	7,3	3,8	39%	1,2	-110%	3,0	13%
Россия	-	-	128 445	671,7	-	9,9	5,9	24%	2,0	48%	4,9	9%
EM	-	-	-	-	-	9,9	6,2	45%	2,1	40%	5,3	9%
DM	-	-	-	-	-	11,1	5,9	43%	2,3	32%	5,2	11%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Банки. Кредитование набирает обороты

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Российские банковские акции в мае подешевели на 8%. Приблизительно такие же потери понес весь российский рынок, но акции банков из развитых и развивающихся стран, несмотря на беспокойство инвесторов, вызванное развитием ситуацией вокруг суверенного долга периферийных стран еврозоны, снизились соответственно лишь на 5% и 6%. На общем фоне выгодно выделяется Банк "Возрождение", в середине мая первым опубликовавший отчетность по МСФО за 1К11. Результаты оказались противоречивыми (уверенный рост кредитного портфеля и сокращение объема просроченной ссудной задолженности сочетались с низкой чистой процентной маржей), но для рынка главным стало то, что, во-первых, чистая прибыль превысила консенсусную оценку, а во-вторых, руководство банка оптимистично оценило возможности улучшения прогноза роста объемов кредитования. Это позволило акциям Возрождения подняться на 3% с исторических минимумов ("цена / капитал 2011о" – 1,2, "цена / прибыль 2011о" – ниже 7,0), а рынку – понять, чего следует ожидать от других банков, которые будут публиковать свою квартальную отчетность в ближайшие недели. Мы ожидаем, с одной стороны, сезонного снижения чистой процентной маржи и умеренных отчислений в резервы, а с другой – неплохого увеличения неосновных доходов и более или менее благоприятных прогнозов роста ссудного портфеля. Основанием для этого служит, в частности, улучшение ситуации в отрасли, о котором свидетельствуют последние данные, обнародованные ЦБ. В марте – апреле объем ссуд, выданных юридическим лицам, увеличивался на 1,3–1,7% в месяц, а рост по сравнению с уровнем того же периода прошлого года составил 17%. В розничном кредитовании соответствующие показатели достигли 2,2–2,8% и 21%. В обоих сегментах месячный рост превышал среднее за 2П10. В апреле банки высвободили \$1 млрд. резервов, что позволило им удержать доход на средний капитал на уровне выше 20%. Однако операционные доходы до создания резервов росли в январе – апреле медленно и превысили уровень годичной давности, согласно отчетности по РСФО, всего на 9%. Это объясняется увеличением расходов и дальнейшим снижением ставок по ссудам (в апреле средняя ставка по корпоративным кредитам сократилась еще на 30 п. п. и достигла самого низкого уровня за последние два года – 8,4%).

СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ И ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Для российских банков, чистая процентная маржа которых в прошлом году уже значительно сократилась, динамика процентных ставок в 2П11 является одним из основных рисков и к тому же главным фактором, от которого зависит реализация более оптимистичного или более пессимистичного сценария. На наш взгляд, чистая процентная маржа может уменьшиться, но уже не так сильно, как в прошлом году, хотя бы потому, что потенциал дальнейшего снижения ставок по ссудам ограничен. За последние два года средняя ставка по корпоративным кредитам сократилась на 7,5 п. п., а по розничным – на 6,3 п. п., причем в обоих случаях сейчас находится ниже уровня 2008 года.

Впрочем, важно не столько само изменение ставок по кредитам, сколько то, как оно соотносится с динамикой ставок по депозитам, особенно по вкладам населения. Здесь решающее значение будет иметь дальнейшая динамика ликвидности: резервы банков еще очень значительны (1,2 трлн. руб.), но быстро сокращаются по мере роста объемов кредитования. За один только май их депозиты в ЦБ уменьшились на 300 млрд. руб. Дальнейшее сокращение

резервов в сочетании с замедлением притока депозитов физических лиц создало бы риск усиления ценовой конкуренции на рынке депозитов и межбанковских кредитов. В ближайшее время такое развитие событий маловероятно, но (при быстром восстановлении кредитной активности) не исключено. Между тем повышение стоимости привлеченных ресурсов не менее опасно для чистой процентной маржи, чем снижение ставок по кредитам или инфляция.

Укрепление же рубля по-прежнему не представляет для банков большой опасности, поскольку дисбаланс между их валютными активами и обязательствами относительно невелик (\$18 млрд., или 11% капитала), а кредиты в валюте предоставляются в основном предприятиям с валютной выручкой (экспортерам).

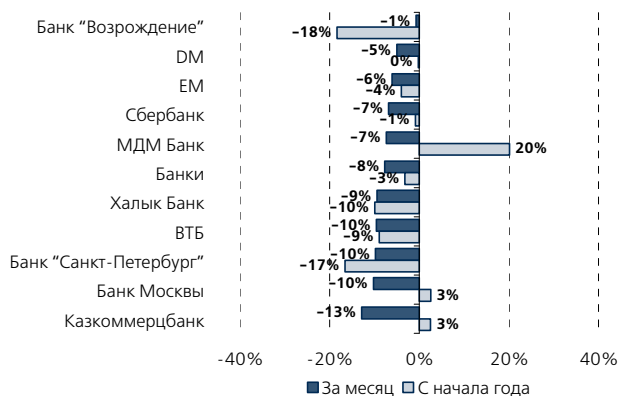
ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- **Сбербанк.** Мы полагаем, что вновь пробуждающийся интерес инвесторов к российскому банковскому сектору сосредоточится в первую очередь на акциях госбанков. Росту бумаг Сбербанка должны способствовать публикация хорошей финансовой отчетности по МСФО за 1К11 и ожидание запуска программы депозитарных расписок, наряду с невысокими текущими мультипликаторами (“цена / капитал 2011о” – 1,8, “цена / прибыль 2011о” – 7,6).
- **ВТБ.** ВТБ еще не завершил комплексную проверку (due diligence) Банка Москвы, и пока он не представит более подробной информации о приобретаемом активе и о своих планах по его интеграции, опасения инвесторов, связанные со сделкой, не рассеются. Однако даже с поправкой на эту неопределенность акции ВТБ представляются перепроданными (“цена / капитал 2011о” – 1,4, “цена / прибыль 2011о” – 10,6). Среди банковских акций они уступают в ликвидности только бумагам Сбербанка и могут, подобно им, раньше других привлечь внимание инвесторов при повышении их интереса к российскому банковскому сектору.

Andrew_Keeley@troika.ru, Olga_Veselova@troika.ru

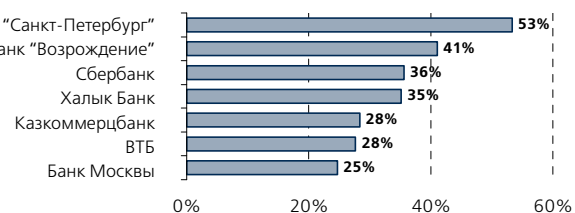
Банки. Основные показатели

Динамика акций



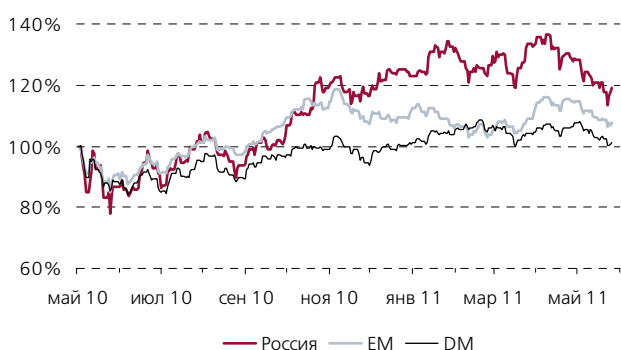
Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

P/BV – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит. \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о				2012о			
						P/E	EPS, г/г	P/BV	ROE	P/E	EPS, г/г	P/BV	ROE
Сбербанк	3,38	4,59	75 339	1 099,4	ПОКУПАТЬ	7,6	68%	1,8	23%	6,9	9%	1,5	22%
ВТБ	6,00	7,66	31 382	224,1	ДЕРЖАТЬ	10,6	54%	1,4	14%	8,8	21%	1,4	15%
Халык Банк	9,05	12,23	3 041	1,0	ПОКУПАТЬ	11,3	38%	1,4	12%	7,7	47%	1,1	15%
МДМ Банк	0,59	-	2 327	0,9	Пересмотр	10,9	333%	1,0	9%	7,8	40%	0,9	12%
Банк "Санкт-Петербург"	4,64	7,11	1 653	0,6	ПОКУПАТЬ	6,8	86%	1,4	21%	5,9	14%	1,2	21%
Казкоммерцбанк	6,10	7,83	2 541	0,2	ДЕРЖАТЬ	14,6	26%	0,8	5%	7,6	92%	0,7	9%
Банк "Возрождение"	36,580	51,600	887	0,1	ДЕРЖАТЬ	11,5	315%	1,4	12%	6,7	73%	1,2	18%
Банк Москвы	32,49	40,51	5 145	0,0	ДЕРЖАТЬ	8,6	67%	1,2	14%	7,2	20%	1,1	15%
СНГ	-	-	122 315	1 326,3	-	8,3	66%	1,5	19%	7,2	14%	1,4	19%
EM	-	-	-	-	-	8,6	27%	1,6	19%	7,4	17%	1,4	19%
DM	-	-	-	-	-	12,2	21%	0,9	7%	10,0	21%	0,8	8%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Телекоммуникации. У мобильных операторов больше разнообразия

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Для МТС и Вымпелкома месяц май был скуден на события, что нашло отражение в вялой динамике котировок акций данных компаний. Бумаги МТС отстали от рынка, но такая динамика была ожидаемой для обеих операторов. В случае с VimpelCom Ltd. причина отставания заключается в отсутствии свежей информации о ситуации в Алжире, а также в ожидании участниками рынка публикации финансовых показателей объединенной компании, которые позволят сделать объективное заключение о ее справедливой стоимости с учетом возросшей долговой нагрузки. По нашему мнению, 7%-е снижение котировок акций МТС было вызвано отсутствием катализаторов роста и ожиданием публикации результатов за 1К11, которые должны были подтвердить тот факт, что рентабельность сотового оператора остается под давлением из-за стабильно высокого валового прироста абонентов. Волну продаж усугубило закрытие реестра акционеров, имеющих право на получение дивидендов.

В целом динамика рыночной стоимости акций Ростелекома в мае – первом месяце торгов после объединения монополиста с межрегиональными компаниями связи – в значительной степени была обусловлена факторами, не имеющими отношения к рыночным явлениям (снижение объясняется в первую очередь неравнозначностью котирующихся на ММВБ бумаг старого выпуска и 16 допвыпусков). Однако снижение котировок в целом было таким же, как и на рынке в целом.

СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ И ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Мы считаем, что укрепление рубля более благоприятно отразится на положении МТС, нежели VimpelCom Ltd., поскольку значительную долю своей выручки МТС генерируют в России, тогда как их конкурент все больше превращается в международного игрока, который расширяет присутствие за пределами России и СНГ. Тем не менее российский сегмент бизнеса VimpelCom Ltd., вероятнее всего, останется крупным источником денежных потоков (не исключено даже, что самым большим в структуре всей компании). Таким образом, если исходить из предположения, что эти средства будут реинвестированы в расширение бизнеса на территории других стран, в которых VimpelCom Ltd. сейчас ведет операционную деятельность, а также будут использованы для обслуживания долга всего холдинга, то можно сделать вывод, что VimpelCom Ltd. также выиграет от укрепления рубля. Положительными последствиями роста курса рубля станут как повышение стоимости в результате перерасчета финансовых результатов из российской валюты в доллары, так и некоторое снижение расходов на оборудование. Вместе с тем, однако, следует помнить, что 78% долга МТС номинировано в рублях, так что удорожание национальной валюты приведет к увеличению задолженности компании.

Снижение процентных ставок позволит МТС уменьшить расходы по обслуживанию некоторых инструментов долгового финансирования, что должно положительно отразиться на чистой прибыли сотового оператора. В 1К11 МТС уже отчитались о без малого 25%-м сокращении расходов по процентным платежам по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, при этом совокупный долг компании уменьшился незначительно – с \$7,7 млрд. до \$7,5 млрд. Следовательно, дополнительная возможность уменьшить стоимость обслуживания долга будет выгодна МТС.

По нашим прогнозам, укрепление рубля окажет умеренное воздействие на Ростелеком, поскольку и выручка, и издержки компании главным образом номинированы в национальной

валюте. Также практически отсутствуют валютные риски, связанные с обслуживанием долга, т.к. до 85–90% задолженности компании также номинировано в рублях. Наконец, маловероятно возникновение разницы в результате перерасчета показателей из одной валюты в другую, поскольку компания традиционно публикует операционные результаты в рублях.

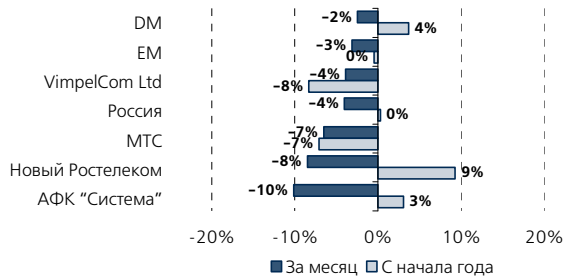
ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- **МТС.** Это наш фаворит в телекоммуникационном секторе. Мы считаем, что худшее уже позади, и полагаем, что период масштабного валового прироста абонентов, который оказывал давление на показатели рентабельности компании, завершен. Следует отметить, что увеличивается доля выручки, генерируемой за счет предоставления высокорентабельных услуг передачи данных и голосовой связи внутри сети, а потому, по нашим прогнозам, начиная с 2К11 финансовые показатели компании будут расти. Итак, мы ожидаем постепенного повышения фундаментальной стоимости бумаг МТС и на основе текущих котировок выставляем рекомендацию ПОКУПАТЬ.
- **Ростелеком.** Мы советуем инвесторам менее активно торговать акциями Ростелекома до тех пор, пока в августе 2011 года не состоится объединение всех допвыпусков. Те же инвесторы, которые испытывают повышенный интерес к риску, могут приобрести акции этих новых выпусков в преддверии их объединения и вероятного включения в 3К11 в формулу расчета индексов MSCI.

Evgeny_Golossnoy@troika.ru, Anna_Lepetukhina@troika.ru

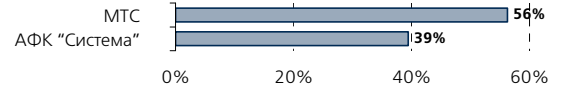
Телекоммуникации. Основные показатели

Динамика акций



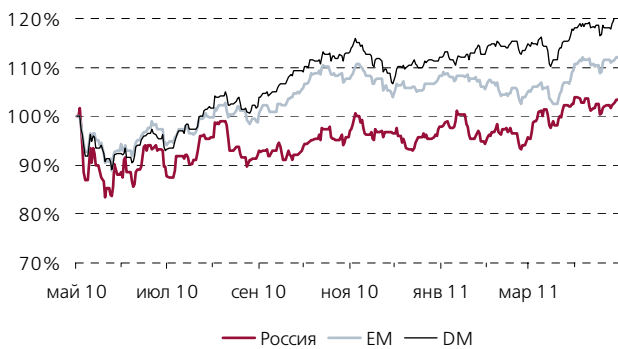
Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/ЕБИТДА – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/ЕБИТДА	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/ЕБИТДА	EV/ЕБИТДА	EPS, г / г
МТС	19,390	30,30	18 334	80,4	ПОКУПАТЬ	9,0	4,0	29%	3,7	70%	3,4	16%
VimpelCom Ltd	13,79	-	19 736	28,2	-	8,4	4,1	16%	1,7	51%	3,6	10%
АФК "Система"	25,70	35,83	12 035	14,4	ПОКУПАТЬ	12,5	7,2	26%	3,3	155%	8,9	24%
Новый Ростелеком	5,63	-	17 251	10,4	-	14,9	5,6	-7%	2,5	93%	5,0	9%
Россия	-	-	59 147	165,9	-	8,0	3,6	49%	1,7	59%	3,1	10%
EM	-	-	-	-	-	12,2	4,7	15%	2,1	69%	4,4	9%
DM	-	-	-	-	-	11,5	4,7	1%	1,5	125%	4,4	6%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Потребительский сектор. Первые признаки улучшения рентабельности

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В мае компании розничного сектора публиковали отчетность за 1К11 по МСФО. Внимание инвесторов было приковано главным образом к динамике показателей рентабельности: участники рынка пытались оценить, насколько повышение цен на продукты питания на 15% с уровня годичной давности отразилось на состоянии сектора. Первым представил результаты Магнит: рентабельность по EBITDA сократилась с 7,6% в 1К10 до 6,3% в 1К11. Это было вызвано увеличением численности сотрудников на фоне массового открытия новых гипермаркетов, повышением социальных платежей во внебюджетные фонды и ростом топливных издержек. Публикация этих данных усилила беспокойство относительно динамики рентабельности сектора в целом, что привело к снижению котировок акций всех розничных сетей. Однако показатели других ритейлеров частично смягчили ситуацию. Так, рентабельность X5 Retail Group по EBITDA увеличилась в 1К11 на 30 б. п. с уровня годичной давности до 7,3%, а рентабельность Группы ДИКСИ поднялась с 5,2% в 1К10 до 5,6% в 1К11. Переложив на конечного потребителя подорожание продуктов питания, обе эти компании сумели превзойти как наши, так и консенсус-прогнозы показателей рентабельности.

СТРАТЕГИЯ

Наши фавориты прошлого месяца – X5 Retail Group и Магнит – увеличили свою рыночную капитализацию в мае соответственно на 12% и 6%, опередив рынок благодаря публикации X5 Retail Group хорошей отчетности. Нам по-прежнему нравятся компании сектора розничной торговли, поскольку, по нашим предположениям, в финансовых отчетах будущих периодов подтвердится тенденция восстановления рентабельности, особенно у наиболее крупных сетей, которые в 4К10 инвестировали в ценовую политику и сейчас располагают возможностью повысить розничные цены, не опасаясь при этом оттока покупателей. После коррекции на 11% с начала года текущее значение мультипликатора “стоимость предприятия / EBITDA 2012o” по сектору в среднем составляет 9,8, что соответствует дисконту в 15% к аналогам с развивающихся рынков и означает хорошую возможность для покупки.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- **X5 Retail Group.** Ритейлер приятно удивил участников рынка, отчитавшись о росте EBITDA в 1К11 на 57% с уровня 1К10 и тем самым на 9% превзойдя консенсус-прогноз. Компании удалось переложить на конечных потребителей рост расходов, повысить производительность труда и консолидировать сеть “Копейка”. Кроме того, после первой встречи нового руководства компании с аналитиками у нас остались самые лучшие впечатления: очевидно, что менеджмент намерен исправить ситуацию в сегменте гипермаркетов, удержать рентабельность на высоком уровне и ускорить процесс интеграции Копейки. Значение коэффициента “стоимость предприятия / EBITDA 2012o” у X5 Retail Group составляет 8,7, что указывает на наличие немалого дисконта к аналогам с развивающихся рынков – 24%.
- **Магнит.** Выручка сети в январе-апреле текущего года увеличилась на 57,3% относительно уровня годичной давности, что соответствует нашим годовым прогнозам. Мы полагаем, что высокие темпы роста выручки сохранятся до конца года благодаря активному расширению сети и ускорению прироста сопоставимых продаж. В итоге компания, возможно, сумеет добиться роста EBITDA в 2011 году на 51%, тогда как аналогичный показатель у сопостави-

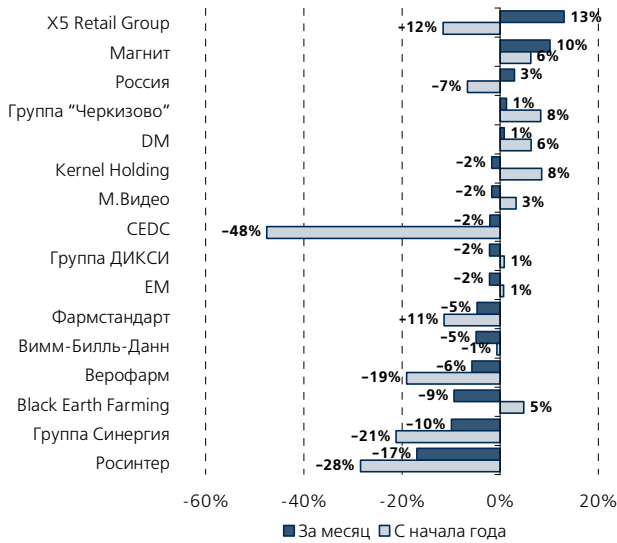
мых компаний развивающихся стран, согласно прогнозам, увеличится на 14%. Эти ожидания до сих пор не нашли отражения в текущих рыночных котировках Магнита: по показателю “стоимость предприятия / EBITDA 2012о” они котируются на уровне 12,1, что соответствует дисконту 9% к Walmart de Mexico и 17% – к BIM.

- **М.Видео.** Розничная сеть М.Видео, специализирующаяся на продажах бытовой техники – одна из тех компаний, на которые нынешнее замедление инфляции и укрепление рубля оказывает наиболее благоприятное воздействие, однако это по-прежнему не учтено в текущих котировках сети. Компания демонстрирует темпы роста, сопоставимые с динамикой продуктовых ритейлеров, при этом значение мультипликатора “стоимость предприятия / EBITDA 2012о” до сих пор остается на уровне 6,2, что указывает на наличие 32%-го дисконта к аналогам развивающихся стран.

Mikhail_Krasnoperov@troika.ru, Georgy_Tarakanov@troika.ru, Artur_Galimov@troika.ru

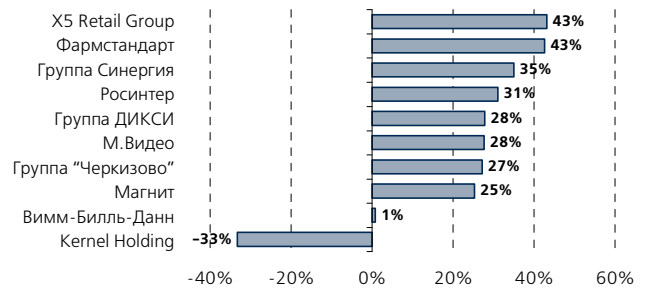
Потребительский сектор. Основные показатели

Динамика акций



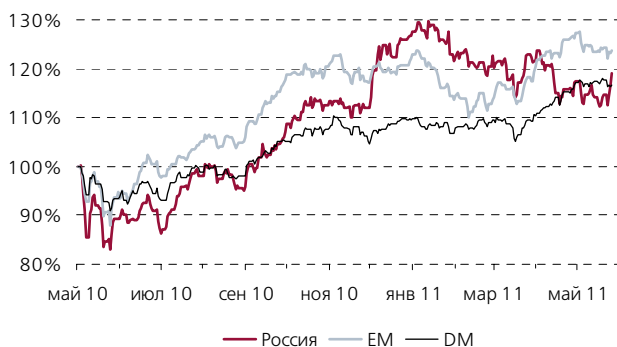
Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/EBITDA – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/EBITDA	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г / г
Магнит	31,13	39,00	13 849	36,9	ПОКУПАТЬ	34,6	16,3	20%	6,1	184%	12,1	43%
X5 Retail Group	40,87	58,50	11 099	33,1	ПОКУПАТЬ	32,3	11,9	27%	3,9	265%	8,7	82%
СЕДС	12,02	-	849	21,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Фармстандарт	25,25	36,00	3 817	7,5	ПОКУПАТЬ	14,5	9,5	13%	3,5	-119%	8,3	18%
Вимм-Билль-Данн	32,75	33,00	5 665	4,0	ДЕРЖАТЬ	27,6	14,4	31%	5,5	36%	11,7	28%
Kernel Holding	27,31	18,22	1 877	2,7	ПРОДАВАТЬ	11,3	7,9	9%	2,6	-5%	6,4	9%
М.Видео	9,01	11,50	1 620	1,2	ПОКУПАТЬ	17,2	7,6	39%	3,8	-39%	5,8	38%
Группа "Черкизово"	19,50	24,80	1 260	0,5	ПОКУПАТЬ	10,1	9,4	0%	1,6	335%	6,4	52%
Группа Синергия	37,78	51,00	692	0,4	ДЕРЖАТЬ	9,1	5,7	30%	1,5	41%	4,5	26%
Группа ДИКСИ	13,07	16,70	1 124	0,4	ПОКУПАТЬ	24,2	8,0	261%	4,5	175%	6,5	32%
Black Earth Farming	4,11	-	510	0,4	-	12,7	8,1	-	1,7	-28%	6,4	14%
Верофарм	40,36	-	404	0,3	-	11,0	5,8	6%	1,7	-83%	5,0	7%
Росинтер	16,92	20,00	276	0,1	ПОКУПАТЬ	15,7	6,8	83%	5,2	67%	5,2	36%
Россия	-	-	62 599	176,9	-	19,8	10,3	18%	3,5	100%	8,3	32%
EM	-	-	-	-	-	16,9	9,7	14%	2,8	59%	8,3	20%
DM	-	-	-	-	-	14,3	8,0	8%	2,4	87%	7,3	8%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Электроэнергетика. Инвесторы пока не в настроении

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

На фоне неопределенности в вопросах регулирования отрасли котировки акций энергетических компаний заметно скорректировались – снижение с начала года составило 16%, а в мае – 12%. Среди крупнейших компаний по итогам месяца больше всего подешевел Холдинг МРСК, за ним следуют ФСК ЕЭС и Интер РАО ЕЭС.

СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ И ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Укрепление рубля положительно сказывается на котировках российских энергокомпаний, поскольку они полностью ориентированы на внутренний рынок. В определенной степени позитивно для них и снижение процентных ставок: российские энергетические компании реализуют масштабные инвестиционные программы, и долговые ресурсы выступают для них одним из основных источников финансирования. Впрочем, эффект от снижения процентных ставок будет ограниченным. В базовом сценарии правилами рынка мощности для генерирующих компаний, осуществляющих строительство новой мощности в рамках ДПМ, предусмотрена привлекательная регулируемая норма доходности (RoR), фактическая величина которой, впрочем, будет рассчитываться каждый год на основании средней доходности к погашению ОФЗ сроком обращения 8–10 лет. В нашей текущей модели норма доходности определена на уровне 12,4%. В случае роста или снижения стоимости долга фактический размер RoR соответственно также изменится, и чистая приведенная стоимость капиталовложений компаний, по крайней мере, не становится отрицательной, но сильно не меняется. Что касается ФСК ЕЭС и МРСК, для них уже была утверждена регулируемая норма доходности. Действующая методика подразумевает корректировку регулируемой базы капитала (RAB), что нейтрализует эффект изменения стоимости долга.

Что касается инфляции, то, с одной стороны, в условиях снижения инфляционного давления у правительства должно быть меньше поводов сдерживать рост тарифов. Тем не менее существуют важные политические факторы, в частности, президентские выборы 2012 года. В результате российский сектор электроэнергетики по-прежнему характеризуется неопределенностью в вопросах регулирования и роста тарифов, что негативно сказывается и на настроении инвесторов. Мы не думаем, что будущий год будет для российских энергокомпаний легче, чем нынешний. В 2011–2012 годах тарифы для конечных потребителей, скорее всего, будут опережать инфляцию на 1–2 п. п., т. е. примерно будут расти на 10% в год – такой прогноз дал Газпром Энергохолдинг в ходе недавно проведенного “Дня инвестора”.

Премьер-министр Владимир Путин поручил министерствам разработать сценарий, в рамках которого рост тарифов в 2012–2014 годах не должен превышать прогнозируемые показатели инфляции. Согласно альтернативному сценарию Министерства экономического развития, тарифы на электроэнергию для промышленных потребителей в следующем году могут вырасти на 5–7% вместо запланированных 11–13%. Аналогично, рост в 2013–2014 годах может составить 6–8%, что также ниже базового прогноза. Тарифы на газ для промышленности, согласно этому прогнозу министерства, в 2012–2014 годах могут вырасти на 5–6%. Окончательное решение по тарифам на 2012–2014 годы будет принято до конца лета, возможно, в июле, заявила в конце апреля министр экономического развития Эльвира Набиуллина. Есть долгосрочные договоренности по тарифам, и во избежание нарушения прав инвесторов никаких корректив в обязательства перед ними вноситься не будет, отметила она. По нашему

мнению, с 2013 года правительство допустит более существенный рост тарифов на электроэнергию в целях обеспечения достаточного уровня инвестиций.

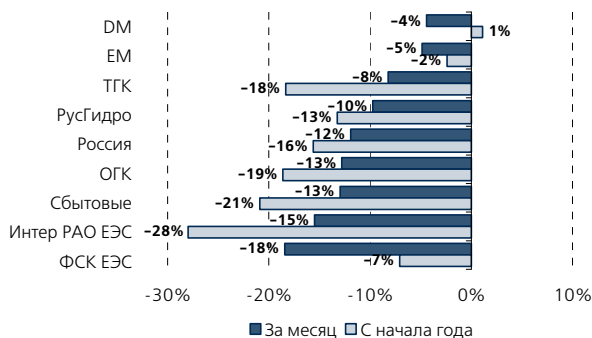
ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- **ОГК-4.** С 1 июня акции компании были исключены из индекса MSCI Russia, что уже вызвало падение ее котировок. Мы рекомендуем воспользоваться данной возможностью и приобрести бумаги компании по низкой цене, даже несмотря на неопределенность в вопросах регулирования в секторе. ОГК-4 – наиболее эффективная среди ОГК, ее контрольный пакет принадлежит германской E.ON. Акции ОГК-4 оценены сравнительно недорого по прогнозируемому коэффициенту “стоимость предприятия / EBITDA” как за 2011, так и за 2012 год. В первом квартале компания показала сильные результаты и по итогам года должна ввести в эксплуатацию 1,2 ГВт новой мощности. Если рост газовых тарифов будет утвержден на уровне ниже, чем 15% в год, ОГК-4 пострадает от этого решения в меньшей степени, чем другие ОГК.
- **Холдинг МРСК.** Нам нравятся его акции: коэффициент “стоимость предприятия / RAB” в настоящее время равен 0,42 и, по нашему мнению, утвержденные для холдинга ключевые параметры RAB регулирования останутся неизменными. Впрочем, не стоит забывать, что компания все же подвержена регуляторным рискам.

Alexander_Kotikov@troika.ru, Igor_Vasilyev@troika.ru, Andrey_Trufanov@troika.ru

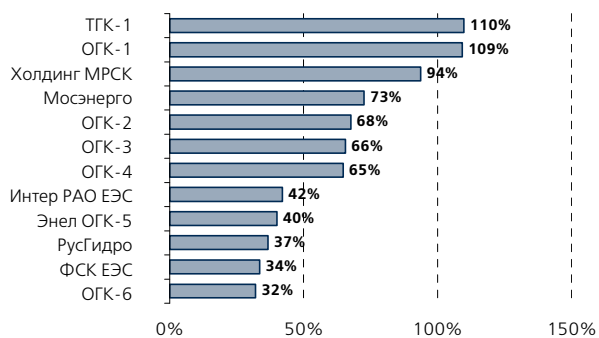
Электроэнергетика. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/ЕБИТДА – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/ЕБИТДА	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/ЕБИТДА	EV/ЕБИТДА	EPS, г / г
РусГидро	0,0467	0,0638	14 975	70,7	ПОКУПАТЬ	10,7	5,2	11%	0,9	-59%	4,8	3%
Интер РАО ЕЭС	0,0011	0,0016	2 567	17,6	ДЕРЖАТЬ	94,1	8,9	33%	1,7	169%	5,7	75%
ФСК ЕЭС	0,01115	0,01490	13 758	15,3	ПОКУПАТЬ	9,1	4,5	58%	0,6	31%	3,8	42%
Холдинг МРСК	0,125	0,241	5 289	9,1	ПОКУПАТЬ	19,6	4,0	-59%	0,4	228%	3,1	221%
ОГК-1	0,029	0,060	2 372	8,5	ПОКУПАТЬ	6,4	4,8	55%	0,8	-52%	3,9	20%
ОГК-6	0,038	0,050	1 233	6,8	ДЕРЖАТЬ	57,0	13,1	-38%	0,7	469%	7,4	412%
ОГК-4	0,079	0,130	4 962	5,8	ПОКУПАТЬ	10,5	5,8	40%	1,4	-21%	4,0	42%
ОГК-2	0,047	0,078	1 524	4,3	ПОКУПАТЬ	8,5	7,3	57%	1,0	223%	7,3	-2%
МОЭСК	0,050	-	2 411	2,8	-	9,9	4,4	-50%	0,7	136%	2,9	95%
Мосэнерго	0,087	0,151	3 477	2,0	ПОКУПАТЬ	11,0	4,4	376%	0,5	27%	3,3	50%
Энел ОГК-5	0,081	0,114	2 881	0,9	ПОКУПАТЬ	11,2	7,1	108%	1,2	158%	4,8	61%
ОГК-3	0,048	0,079	2 176	0,6	ПОКУПАТЬ	34,2	8,2	3%	0,6	-474%	4,3	201%
ТГК-1	0,00054	0,00114	2 088	0,4	ПОКУПАТЬ	6,0	4,6	128%	0,8	154%	3,6	21%
Иркутскэнерго	0,95	-	4 505	0,2	Пересмотр	13,4	8,3	43%	2,2	64%	6,2	39%
Россия	-	-	86 524	149,9	-	13,0	5,4	22%	0,7	98%	4,2	50%
EM	-	-	-	-	-	12,7	7,3	8%	1,2	268%	6,5	21%
DM	-	-	-	-	-	12,6	6,5	-2%	1,2	315%	6,3	7%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Медиа и ИТ. Иногда старое все же лучше нового

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В мае, как и ожидалось, увеличилось число публичных компаний, предоставляющих возможность сделать ставку на стремительно растущий рынок интернет-рекламы: первичное размещение провел Яндекс, поисковый сервис номер один в России. Это событие было в центре внимания не только потому, что его очень долго ждали, но также, по нашему мнению, благодаря наличию у компании внятной инвестиционной стратегии и отсутствию большинства рисков, присущих Mail.ru Group, дебютировавшей на фондовом рынке несколько раньше. Яндекс был оценен в ошеломляющую сумму – \$8 млрд. руб., и таким образом стал крупнейшей в России медиа-компанией по рыночной капитализации.

Также в мае о результатах своей деятельности в первом квартале текущего года отчитались СТС Медиа и РосБизнесКонсалтинг (РБК). На фоне опубликованных данных котировки СТС Медиа обвалились почти на 22%, т.к. финансовые показатели оказались ниже прогнозов. Данные РБК, напротив, совпали с ожиданиями: становится очевидно, что компания сможет добиться анонсированного на 2011 год роста выручки (30% в рублевом выражении)

СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ, ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Укрепление рубля в той или иной степени благоприятно отражается на положении всех российских публичных медиа-компаний, однако, по нашему мнению, больше всего от этого выигрывает СТС Медиа. Рубль является операционной валютой всех этих компаний, но они публикуют отчетность в долларах, а значит, и оценка стоимости производится в американской валюте. При этом часть операционных издержек СТС Медиа и расходов на приобретение прав на программы также выражена в долларах, поскольку телеканалы компании вещают не только отечественный контент, но и зарубежные сериалы и фильмы. Таким образом, благодаря укреплению рубля стоимость всех медиа-компаний возрастает за счет перерасчета финансовых показателей в долларовом эквиваленте, однако дополнительным преимуществом СТС Медиа будет некоторое сокращение денежных расходов на приобретение контента.

В силу того что СТС Медиа, Mail.ru Group и Яндекс не обременены долгами, колебания процентных ставок не окажут какого-либо воздействия на эти компании. Что касается РБК, компания не почувствует снижения процентных ставок, несмотря на значительную долю заемных средств в структуре капитала, поскольку купонная ставка по займам, выпущенным в рамках программы по реструктуризации задолженности, зафиксирована на уровне 7% и 6%.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

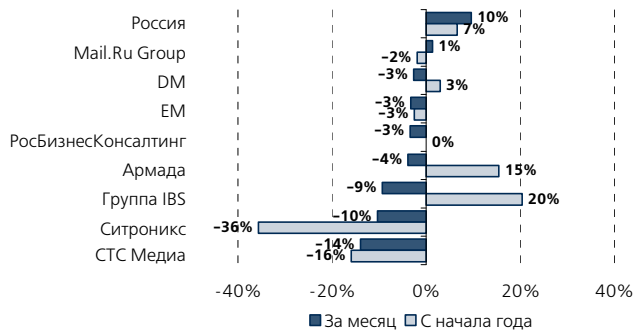
■ **СТС Медиа.** За резким снижением котировок, наблюдавшимся в мае, должно последовать восстановление, и, по нашему мнению, нынешнее падение рыночной стоимости представляет собой отличную инвестиционную возможность. Мы не ожидаем быстрого восстановления стоимости, но полагаем, что следующим катализатором роста станет публикация в начале августа результатов деятельности во 2К11. Согласно нашим ожиданиям, импульс котировкам СТС Медиа придаст рост цен на рекламу, который в 2К11 должен составить как минимум 33% (именно этот темп роста в своей модели учитывает Видео Интернешнл, и, вероятно, таким он и будет для СТС Медиа). Для участников рынка этот рост может стать приятным сюрпризом, так как, на наш взгляд, в текущих котировках этот рост в полной ме-

ре не учтен. Более того, если СТС Медиа в течение 2К11 удастся сохранить показатель power ratio (отношение доли компании в совокупной выручке рынка и ее доли аудитории) на том же уровне, что и после его роста в 1К11, это может стать дополнительным стимулом роста. Что касается изменений в структуре собственности, то, по нашему мнению, СТС Медиа станет для новых акционеров “дойной коровой”. Однако следует отметить, что, как мы полагаем, денежные средства будут выводиться из компании посредством выплаты высоких дивидендов, а не какими-либо другими способами, которые могли бы подорвать ее фундаментальную стоимость. Таким образом, миноритарные акционеры также выиграют от смены собственника. Подтверждением нашего мнения служит включение в текст акционерного соглашения положения о дивидендной политике, согласно которому минимальный коэффициент дивидендных выплат установлен на уровне 50% от чистой прибыли за предшествующий период.

Anna_Lepetukhina@troika.ru, Evgeny_Golossnoy@troika.ru

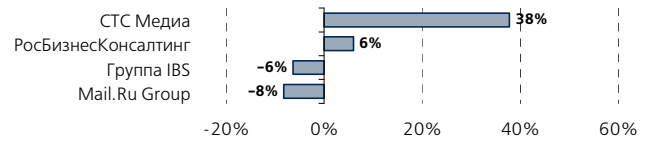
Информационные технологии и СМИ. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/EBITDA – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011o					2012o	
						P/E	EV/EBITDA	EPS, г/г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г/г
Yandex	34,77	-	11 170	143,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Mail.Ru Group	35,30	32,40	6 929	44,7	ДЕРЖАТЬ	48,2	33,8	-6%	4,1	-184%	25,3	30%
СТС Медиа	19,70	27,15	2 997	10,2	ПОКУПАТЬ	15,3	8,5	25%	3,4	-84%	7,0	18%
РосБизнесКонсалтинг	1,27	1,35	405	0,5	ДЕРЖАТЬ	>100	24,6	-	neg	641%	16,1	346%
Армада	14,00	-	168	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Группа IBS	30,66	28,70	706	0,1	ПОКУПАТЬ	21,2	13,1	72%	4,1	20%	9,4	51%
Ситроникс	0,65	-	124	0,0	-	neg	7,0	-	0,4	602%	4,9	-
Россия	-	-	23 860	199,4	-	34,1	16,3	50%	4,0	37%	13,1	33%
EM	-	-	-	-	-	14,0	6,7	5%	2,3	-16%	5,6	17%
DM	-	-	-	-	-	13,5	7,3	17%	2,6	-32%	6,4	11%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Транспорт. Обзор результатов

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Аэрофлот опубликовал хорошие финансовые результаты за 2010 год по МСФО и подтвердил свои прогнозы на 2011 год. Так, авиаперевозчик оставил без изменения прогноз роста пассажирооборота и пассажиропотока соответственно минимум на 23,0% и 27,7%. Предстоящая продажа 53%-й доли в Терминале D в пользу Шереметьево приведет к деконсолидации почти \$1 млрд. долга, что подразумевает соотношение чистого долга и EBITDA за 2010 год в 1,8. Передача Аэрофлоту активов Росавиа начнется с авиакомпании "Россия", которая может быть интегрирована в 2011 году, тогда как остальные авиалинии появятся на его балансе в 2012 году. Аэрофлот заплатит за них 3,6% своих казначейских акций и примет на себя около \$250 млн. их долга. Приобретенные авиалинии пока убыточны – в 2010 году их совокупный убыток составил около \$10 млн. на уровне EBITDA.

На прошлой неделе группа FESCO опубликовала хорошие результаты за 2010 год по МСФО. Выручка увеличилась на 32% относительно уровня годичной давности до \$800 млн. на фоне роста на 36% и 53% соответственно в линейно-логистическом и железнодорожном подразделениях. EBITDA почти удвоилась относительно 2009 года и достигла \$173 млн., что соответствует рентабельности в 21,6%. Чистая прибыль составила \$456 млн., включая \$419 млн., полученных в результате продажи 50%-й доли в Национальной контейнерной компании (НКК). Скорректированная чистая прибыль равняется \$37 млн. против чистого убытка предыдущего года в размере \$232,3 млн. Благодаря продаже доли в НКК на балансе компании скопилось \$556 млн. денежных средств. Таким образом, чистая денежная позиция составляет \$131 млн.

Дочернее предприятие Мостотреста Трансстроймеханизация (ТСМ) выиграло крупный контракт на сумму 19,3 млрд. руб., который увеличил портфель заказов компании примерно на 6%. Контракт предусматривает реконструкцию, содержание и ремонт 25-километрового участка автомагистрали М4 "Дон" в Воронежской области. Работы должны быть завершены к октябрю 2013 года и будут финансироваться Автодором, госкорпорацией, основанной в 2009 году с целью развития автотранспортной инфраструктуры страны. За последние месяцы Мостотрест увеличил свой портфель заявок примерно на 15% (\$1 млрд.). Конечно, существует определенный риск, что не все эти контракты будут профинансированы вовремя, однако эти события, как минимум, способствуют формированию позитивного настроения по отношению к строительному сектору в целом и к Мостотресту в частности.

СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ И ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

От снижения процентных ставок в наибольшей степени выиграют Новороссийский морской торговый порт (НМТП) и Мостотрест.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

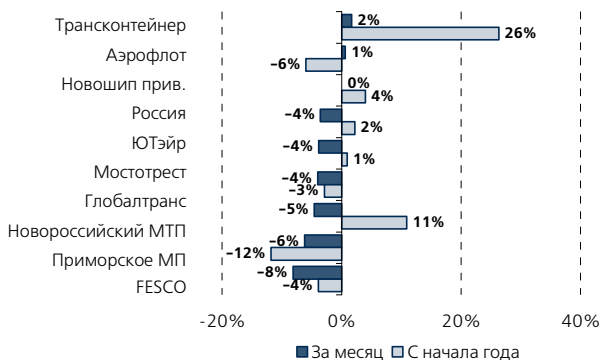
■ **Новороссийский морской торговый порт.** На протяжении нескольких месяцев динамика котировок акций этой компании была самой плохой среди всех эмитентов транспортного сектора России. По мнению специалистов компании Тройка Диалог, все неблагоприятные события (слабые финансовые показатели за 2010 год по МСФО, ввод моратория на экспорт российского зерна, снижение грузооборота и беспокойство участников рынка в связи со сделкой Транснефти и Сумма Капитал) уже сполна учтены в текущих котировках. Поэтому в ближайшие месяцы можно ожидать, что акции НМТП начнут восстанавливаться в цене. По прогно-

зам компании, в 2011 году показатель EBITDA составит около \$580 млн., что соответствует значению мультипликатора “стоимость предприятия / EBITDA” на уровне 8,5 против 11,5 у мировых аналогов. Согласно нашим прогнозам, EBITDA компании в 2012 году достигнет примерно \$700 млн., что предполагает значение мультипликатора “стоимость предприятия / EBITDA 2012о” на уровне 7,0. Таким образом, акции НМТП – одни из самых дешевых бумаг среди мировых транспортных активов. Кроме того, ожидается возобновление с 1 июля экспортных поставок зерна из России, что также должно способствовать росту акций НМТП.

Mikhail_Ganelin@troika.ru

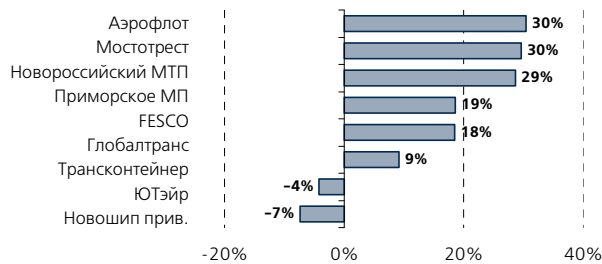
Транспорт. Основные показатели

Динамика акций



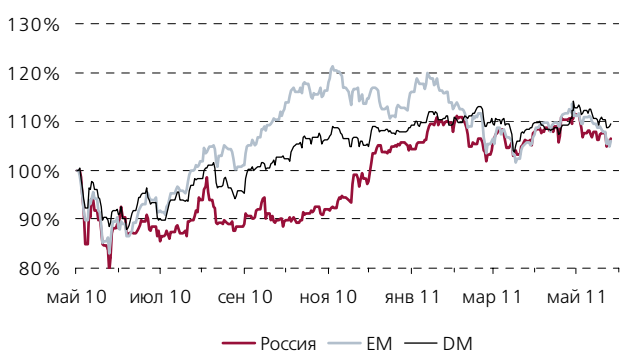
Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/EBITDA – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/EBITDA	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г / г
Аэрофлот	2,45	3,20	2 600	4,9	ПОКУПАТЬ	16,5	6,7	95%	2,3	250%	4,6	92%
Глобалтранс	18,85	20,58	2 980	3,5	ПОКУПАТЬ	13,2	8,0	49%	2,4	53%	6,4	24%
Новороссийский МТП	8,82	11,35	2 265	1,9	ДЕРЖАТЬ	9,1	5,7	0%	1,9	45%	3,8	50%
Мостотрест	7,71	10,00	2 176	0,9	ПОКУПАТЬ	16,4	6,9	280%	2,9	-48%	5,4	53%
Трансконтейнер	12,00	11,50	1 667	0,3	ПОКУПАТЬ	32,5	9,2	127%	>100	116%	6,3	134%
FESCO	0,55	0,65	1 619	0,3	ПОКУПАТЬ	29,7	9,9	177%	1,1	23%	8,1	71%
ЮТэйр	0,54	0,50	312	0,2	ПОКУПАТЬ	8,6	4,1	946%	1,6	307%	3,0	171%
Приморское МП	0,169	0,200	134	0,0	ДЕРЖАТЬ	neg	8,1	-	0,2	722%	7,1	-
Новошип	0,91	0,51	376	0,0	ДЕРЖАТЬ	1,5	2,5	35%	0,1	183%	2,1	25%
Россия	-	-	14 128	12,0	-	12,4	6,3	52%	1,4	155%	4,7	54%
EM	-	-	-	619	-	12,7	7,9	-3%	1,5	273%	6,9	17%
DM	-	-	-	2 359	-	14,2	6,8	7%	1,8	182%	6,0	18%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Недвижимость. Позитивный эффект

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Рынок продолжает постепенно восстанавливаться. Специализирующиеся на жилой недвижимости девелоперы в первые месяцы 2011 года продемонстрировали значительный рост объема заключенных новых контрактов относительно уровней годичной давности, однако цены на жилье в основном остаются на прежних уровнях. Спрос на строительные материалы повышается благодаря росту активности строительных компаний, а также за счет инфраструктурных проектов.

В сегменте коммерческой недвижимости ситуация также улучшается. Доля не востребовавшихся площадей сокращается, наметилась тенденция к повышению арендных ставок. Ставки капитализации для лучших объектов коммерческой недвижимости уже опустились ниже 10%.

Агентство MSCI Barra обнародовало итоги полугодового пересмотра структуры индексов. Фактически, изменения вступили в силу на момент закрытия рынка 31 марта. ГДР Группы ЛСР были включены в расчетную базу MSCI Russia Standard Index, вес этой бумаги составил 0,57%. На данный момент это единственный участник российского рынка недвижимости, включенный в расчетную базу MSCI Russia.

СНИЖЕНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК, УКРЕПЛЕНИЕ РУБЛЯ И ЗАМЕДЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ

Укрепление рубля способствует улучшения долларových финансовых показателей девелоперов, работающих на рынке жилья, производителей стройматериалов и строительных подрядчиков. Расценки (и расходы) этих компаний, как правило, номинируются в рублях. При этом арендные ставки на московском рынке коммерческой недвижимости, как правило, зависят от бивалютной корзины, а в регионах они обычно номинированы в российской валюте. Следовательно, последствия укрепления рубля для операторов рынка коммерческой недвижимости будут ограниченными – у девелоперов с биржевым листингом в структуре портфелей проектов по-прежнему преобладают проекты на столичном рынке.

Снижение процентных ставок по корпоративным кредитам и повышение уровня ликвидности будет стимулировать рост объемов строительства и, как следствие, способствовать восстановлению рынка строительных материалов. Эти изменения также будут способствовать ставкам капитализации, т. е. девелоперы, специализирующиеся на объектах коммерческой недвижимости, могут показать существенную позитивную переоценку портфеля проектов.

Снижение темпов инфляции и процентных ставок будет стимулировать ипотечное кредитование, что, в свою очередь, позитивное скажется на спросе на жилье. Впрочем, мы полагаем, что увеличение спроса не отразится на ценах реализации, но поспособствует увеличению объемов продаж.

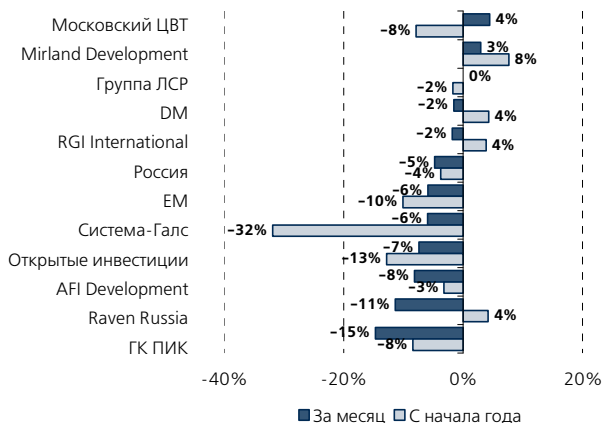
ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- **AFI Development.** Завершенные и близкие к завершению проекты в портфеле компании вполне оправдывают текущий уровень котировок, а прочие проекты и земельный банк должны обеспечить потенциал роста.
- **Группа ЛСР.** Акции этой компании являются уникальным инструментом, позволяющим сделать ставку на рынок строительных материалов – Группа ЛСР располагает собственным производством строительных материалов полного цикла. На наш взгляд, эта бумага – лучший способ сделать ставку на восстановление строительного сектора.

Igor_Vasilyev@troika.ru

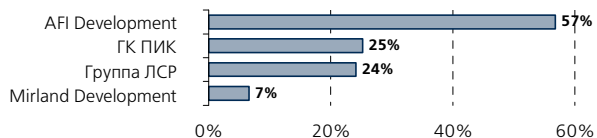
Недвижимость. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



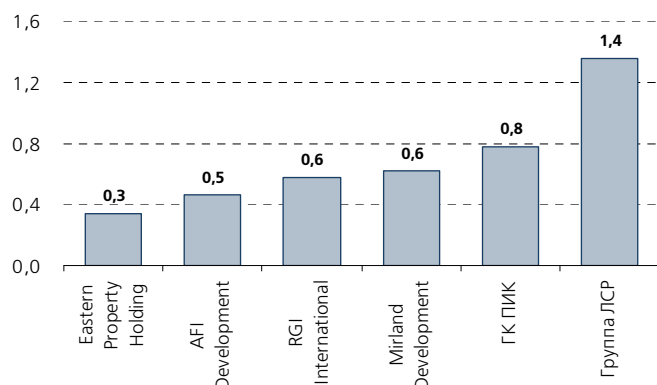
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Цена / оценочная стоимость портфеля проектов



Источник: компании, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/EBITDA	EPS, р / г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, р / г
Группа ЛСР	9,05	11,23	4 662	10,5	ПОКУПАТЬ	20,6	11,3	276%	2,3	1,8	7,7	74%
ГК ПИК	3,71	4,65	1 831	3,6	ПРОДАВАТЬ	15,9	8,6	-	2,3	3,9	6,0	106%
AFI Development	1,03	1,62	1 070	0,8	ПОКУПАТЬ	3,7	17,1	1 031%	0,5	6,8	12,2	-63%
Raven Russia	1,02	-	546	0,7	-	26,0	16,4	3%	0,9	8,1	13,3	59%
RGI International	2,680	-	434	0,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Открытые инвестиции	37,50	-	573	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Московский ЦВТ	0,39	-	451	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Система-Галс	1,14	-	255	0,1	-	отр.	>100	-	отр.	110,1	12,8	-
Mirland Development	4,70	5,010	468	0,1	ДЕРЖАТЬ	7,8	28,9	168%	1,2	11,9	16,9	-58%
Россия	-	-	10 515	17,2	-	16,7	13,1	266%	1,5	5,0	8,6	12%
EM	-	-	-	-	-	11,8	9,0	26%	1,2	2,8	6,7	28%
DM	-	-	-	-	-	20,0	16,7	11%	1,3	6,4	15,2	11%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Компании малой капитализации. Химическая отрасль выходит в лидеры

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В мае компании малой капитализации представили отчетность за 2010 год по МСФО. Лучше всего выглядят показатели предприятий химической отрасли.

Нижнекамскнефтехим, Кемеровский Азот и Куйбышевский Азот по итогам 2010 года и 1К11 продемонстрировали лучшую динамику показателей по РСФО среди всех компаний химической промышленности. Рост показателей их отчетности обусловлен высокими ценами на каучук, капролактамы и другие виды химической продукции. По финансовым коэффициентам наиболее недооцененным является Кемеровский Азот, однако с учетом того, что это предприятие контролирует СИБУР Минеральные Удобрения, вложения в его акции сопряжены с определенными корпоративными рисками. Куйбышевский Азот, напротив, выглядит несколько переоцененным, однако его контролирует менеджмент предприятия и, следовательно, в долгосрочной перспективе компания является привлекательным объектом для поглощения. Хорошие, однако, в целом, вполне предсказуемые результаты по итогам первого квартала 2011 года представил Метафракс – едва ли эти показатели станут катализатором роста его котировок. Сейчас Метафракс котируется с коэффициентом “цена / прибыль 2011о” на уровне 5,6 – это отнюдь не самое привлекательное значение, однако акции компании, на наш взгляд, довольно привлекательны как объект для долгосрочных вложений. Отчетность Казаньоргсинтеза нас не впечатлила (особенно, с учетом долга на сумму \$1 млрд. и на фоне показателей Нижнекамскнефтехима), поэтому мы полагаем, что в течение определенного времени эта бумага едва ли привлечет внимание инвесторов.

Все предприятия атомной промышленности нас разочаровали, представив довольно слабые результаты по РСФО за первый квартал.

Падение выручки наблюдается у Машиностроительного завода и Новосибирского завода химконцентратов (соответственно на 35% и 33%). При этом оба предприятия завершили квартал с отрицательным значением операционной рентабельности – соответственно минус 17% и минус 14%. Сезонное падение спроса на ядерное топливо в Европе привело к значительному сокращению экспортных поставок двух компаний. Мы полагаем, что негативные тенденции сохранятся в течение ближайших нескольких кварталов. Восстановление экспорта возможно в 2012 году, что должно обеспечить улучшение финансовых показателей, однако это лишь предположение. Результаты Ковровского механического завода также не впечатляют, однако они лучше, чем у производителей ядерного топлива. Компания, по-видимому, работает с полной загрузкой мощностей, следовательно, в текущем году рост маловероятен. Более того, инвестиции в наращивание производственных мощностей, вероятно, полностью приведут к росту долга.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

■ **Sollers.** Хорошая финансовая отчетность за 2П10 по МСФО и обнадеживающий прогноз руководства на 2011 год дают нам основания для повышения целевой цены – с \$23,52 до \$32,00 за акцию. Моделируемые нами на 2011–2012 годы показатели EBITDA повышены соответственно на 11% и 19% в связи с тем, что в 2010 году компания продемонстрировала более эффективный контроль над операционными расходами, а также общими, коммерческими и административными затратами. В текущем году Sollers, вероятно, полностью

преодолеет последствия финансового кризиса, выйдет на докризисный уровень операционной рентабельности и добьется снижения коэффициента “чистый долг / EBITDA” до вполне приемлемого значения в 2,5. Акции Sollers, которые отличаются высоким значением бета-коэффициента, потеряли в цене 27% по сравнению с пиковым уровнем января 2011 года – падение котировок обусловлено коррекцией рынка и обеспокоенностью инвесторов в связи с перспективами СП с Ford. Реализация этого проекта продолжается, однако мы полагаем, что вскоре можно ожидать позитивной переоценки Sollers и поэтому вместо рекомендации Держать присваиваем этой бумаге рекомендацию ПОКУПАТЬ. Мы видим три возможных катализатора роста котировок: публикация данных о динамике продаж автомобилей Ассоциацией европейского бизнеса – эта статистика даст представление о динамике операционных показателей Sollers; публикация отчетности за 1П11 по МСФО осенью текущего года; подписание официального соглашения с Ford и учреждение СП в четвертом квартале. СП, вероятно, начнет свою деятельность в 2012 году.

- **Нижнекамскнефтехим.** Финансовые показатели компании за 2011 год, вероятно, будут не хуже прошлогодних – конъюнктура цен на каучук и пластмассу очень благоприятна для Нижнекамскнефтехима. Руководство компании ожидает 20%-го роста выручки и 30%-го роста операционной прибыли. Планируется, что в дальнейшем компания будет по-прежнему направлять на выплату дивидендов 30% чистой прибыли. Это предполагает, что дивидендная доходность обыкновенных и привилегированных акций составит соответственно 7,5% и 12,5%. Текущее значение коэффициента “стоимость предприятия / EBITDA 2011о” составляет 2,2, т. е. Нижнекамскнефтехим котируется со значительным дисконтом к аналогам с развивающихся рынков.

Mikhail_Ganelin@troika.ru, Ivan_Belyaev@troika.ru

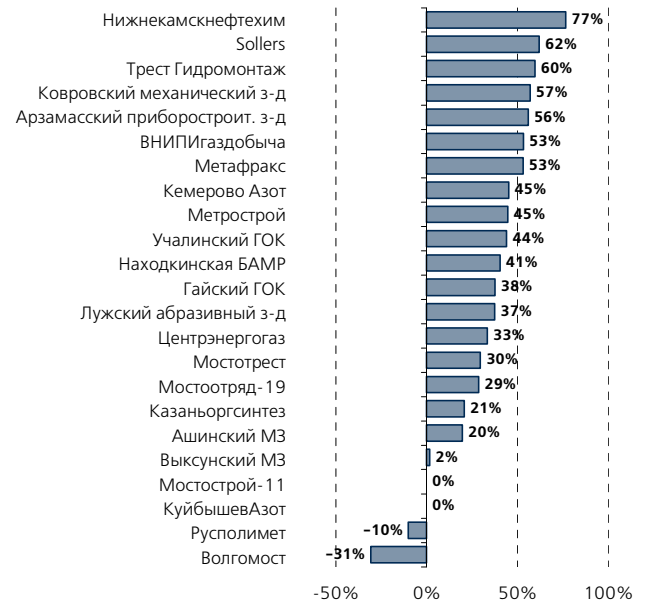
Компании малой капитализации. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Потенциал роста до целевой цены*



* среднее значение индикативного диапазона

Источник: Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Капит. \$ млн.	ADT \$ млн.	2010о			2011о		
				P/E	EPS, г/г	EV/EBITDA	P/E	EPS, г/г	EV/EBITDA
Арзамасский приборостроит. з-д	165	53	0,00	7,9	6%	3,9	5,7	37%	3,5
Ашинский МЗ	0	232	0,09	7,0	-2%	6,1	7,8	-10%	3,2
Кемерово Азот	26	386	0,28	7,1	171%	5,5	3,1	127%	1,7
Центрэнергогаз	1050	100	0,00	77,9	-56%	5,5	18,0	332%	3,8
Гайский ГОК	462	285	0,00	3,1	127%	2,9	2,1	49%	2,0
Казаньоргсинтез	0	418	0,20	11,2	-	6,1	6,1	84%	5,1
Коршунский ГОК	2278	570	0,12	5,4	659%	2,6	3,8	40%	0,8
Ковровский механический з-д	88	44	0,00	4,8	39%	3,3	5,2	-7%	3,8
КуйбышевАзот	2	297	0,00	6,6	416%	5,5	5,3	24%	4,0
Кузбассразрезуголь	0	2 244	0,03	3,4	70%	2,8	2,6	34%	2,5
Ленгазспецстрой	2405	121	0,00	5,6	1115%	2,2	7,7	-28%	2,6
Лужский абразивный з-д	6550	154	0,00	5,3	-19%	2,5	4,7	12%	1,7
Машиностроительный з-д	215	299	0,01	5,2	-28%	2,4	11,5	-55%	2,4
Метафракс	1	259	0,01	8,6	89%	3,3	5,6	53%	2,4
Метрострой	398	101	0,00	6,1	17%	2,8	4,4	40%	2,3
Московский индустриальный банк	875	193	0,00	-	-	-	11,4	-	-
Мостоотряд-19	2138	162	0,00	50,8	-41%	10,7	26,7	91%	7,4
Мостострой-11	1450	126	0,00	12,5	-41%	4,4	14,6	-14%	4,1
Мостотрест	8	2 230	0,51	64,1	-32%	8,0	16,9	280%	7,1
Находкинская БАМР	95	228	0,00	5,5	-8%	4,1	5,7	-4%	4,2
Нижнекамскнефтехим	1	1 602	0,68	6,9	-	3,8	3,8	81%	2,2
РКК Энергия	285	254	0,02	5,1	1284%	2,9	4,0	27%	2,1
Русполимет	0	100	0,00	22,8	239%	7,1	15,7	45%	5,2
Трест Гидромонтаж	0	77	0,00	7,8	20%	3,4	5,9	33%	2,2
Учалинский ГОК	13	477	0,01	4,5	0%	2,5	4,0	12%	1,9
Уралэлектромедь	76	387	0,04	2,4	207%	1,7	2,0	21%	1,8
ВНИПИгаздобыча	1044	128	0,01	4,8	841%	0,8	3,2	52%	0,1
Волгомост	65	92	0,00	21,2	-57%	6,6	25,8	-18%	7,1
Выксунский МЗ	1851	3 179	0,09	6,4	103%	4,9	8,6	-26%	6,0

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Долговые бумаги. Рублевые облигации выгоднее

Внешний долг. Узкие спреды

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Активность на рынке еврооблигаций в мае была невысокой. Наиболее знаменательным событием стало размещение дополнительного транша семилетних суверенных рублевых еврооблигаций. Данный выпуск котировался с существенным дисконтом по доходности к аналогичным по сроку обращения ОФЗ, поэтому решение Минфина воспользоваться более дешевым источником фондирования выглядит вполне логичным. Выпуск был размещен со значительной переподпиской, что еще раз подтвердило высокий спрос на рублевые активы со стороны иностранных инвесторов. Государство выручило от размещения 50 млрд. руб. Сразу же после размещения Минфин заявил, что Россия в текущем году больше не будет размещать еврооблигации в какой-либо валюте. Это позитивный сигнал для остальных заемщиков, поскольку государство больше не будет конкурировать с ними на первичном рынке.

Объем первичных размещений негосударственных эмитентов в мае также был невелик. Ввиду высоких цен на сырье актуальность заимствования для добывающих компаний заметно снизилась. Скорее всего, присутствие на рынке долга, скажем, нефтегазовых компаний будет в этом году ограниченным. В связи с этим мы были отнюдь не удивлены тем фактом, что на первичный рынок в мае вышли только представители финансового сектора, преимущественно квазисуверенные. В то же время ситуация на вторичном рынке оставалась волатильной, в таких условиях вряд ли стоило ожидать большого числа новых сделок. Общий объем первичных размещений без учета суверенных инструментов в мае лишь немногим превысил \$3 млрд.

Россельхозбанк объявил о погашении субординированных еврооблигаций на сумму \$500 млн., тем самым поддержав свою репутацию добросовестного заемщика. Несколько недель спустя банк разместил новый выпуск аналогичных еврооблигаций. Кредитный спред вырос на 60 б. п., в основном из-за неблагоприятных рыночных условий, однако объем выпуска был увеличен до \$800 млн. Мы ожидаем, что решения о погашении субординированных облигаций прочими эмитентами будут приниматься отдельно в каждом конкретном случае.

СТРАТЕГИЯ

На наш взгляд, текущие спреды на вторичном рынке слишком узки, и учитывая высокую волатильность мировых рынков, вероятность коррекции достаточно велика. События конца мая, когда инвесторы начали массово закрывать позиции по всему спектру бумаг эмитентов стран СНГ, еще раз продемонстрировали нестабильность структуры рынка. Мы ожидаем, что инвесторам стоит в ближайшие недели обратить более пристальное внимание на то, что происходит на мировых рынках (например, реализацию третьего этапа “количественного стимулирования” или иное подобное событие в США, или же на борьбу с долговым кризисом в Европе и т. п.) – в результате этого чувствительность российского рынка еврооблигаций к событиям на мировых рынках капитала должна возрасти.

Первичный рынок, скорее всего, продолжит функционировать в нормальном режиме. Более того, мы не исключаем роста числа размещений. Некоторые эмитенты, вероятно, поспешат завершить сделки до начала традиционного летнего затишья, которое обычно приходится на

середины июля. Мы по-прежнему уверены, что в основном на рынок выйдут компании финансового сектора, однако не исключаем некоторой активности и среди промпредприятий.

ЛУЧШИЕ ОБЛИГАЦИИ

- **Газпром-19** и **-34**. Мы ожидаем, что кривая доходности еврооблигаций Газпрома в этом году приблизится к кривой Транснефти благодаря улучшению кредитных показателей и малой вероятности выпуска новых бумаг.
- **АЛРОСА-20** – самые дешевые квазисуверенные еврооблигации.

Рублевый долг. Хорошие возможности как для локальных, так и для иностранных инвесторов

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В мае ликвидность на локальном рынке стала сокращаться. Общий объем добровольных резервов в банковской системе (средства на текущих счетах и депозитах в ЦБ и объем облигаций ЦБ в обращении) к концу мая снизился до 1,2 трлн. руб. по сравнению с 1,5 трлн. руб. на 30 апреля. Несмотря на рост нефтяных цен, отток капитала оставался существенным и по итогам 4М11, по официальным оценкам, составил \$30 млрд. Кроме того, федеральный бюджет в настоящее время исполняется с профицитом, что способствует дальнейшей стерилизации ликвидности. Рост денежной массы в 2К11 замедлился до 23% по сравнению с 33–36% в 2010 году.

Впрочем, с учетом увеличенных выходов в начале месяца, майского уровня ликвидности было вполне достаточно для поддержания активности на первичном рынке. В то же время негосударственным заемщикам приходилось конкурировать с Минфином, активно размещавшим рублевые облигации – в мае он разместил ОФЗ на общую сумму 78,3 млрд. руб. С начала года Минфин привлек на локальном рынке почти 500 млрд. руб. Для сравнения, корпоративным заемщикам за тот же период удалось привлечь около 300 млрд. руб. (без учета технических сделок).

Если сокращение ликвидности продолжится, ситуация на рынке может еще больше ухудшиться, в особенности для высокодоходных заемщиков: инвесторы могут решить, что не стоит увеличивать долю рискованных бумаг в своих портфелях, по причине чего высокодоходные эмитенты могут на некоторое время уйти с первичного рынка.

СТРАТЕГИЯ

Тем не менее мы считаем, что рублевые облигации сохраняют свою привлекательность как для российских, так и для зарубежных инвесторов. Мы ожидаем замедления инфляции в 2П11 до 7–7,5% (с нынешних 9,5–9,7% в годовом выражении), что должно привести к сокращению процентных ставок, в том числе ставок ЦБ. Это, в свою очередь, будет выгодно для локальных инвесторов в рублевые облигации, особенно в долгосрочном сегменте кривой. В конце мая ЦБ принял решение не менять базовые процентные ставки, за исключением ставок по депозитам, которые были увеличены на 25 б. п. Данное событие не окажет существенного влияния на рынок, т. к. общий объем депозитов в ЦБ к концу мая сократился до 100–150 млрд. руб. Мы полагаем, что ЦБ не будет предпринимать каких-либо действий в отношении базовых ставок до осени текущего года, когда ставки могут быть снижены на 25–50 б. п.

Помимо замедления инфляции, другой фактор, способный сыграть на руку международным инвесторам, – укрепление рубля. С учетом высоких цен на нефть многие по-прежнему считают российскую валюту недооцененной. В этой связи мы рекомендуем инвесторам удерживать позиции в рублевых облигациях и при этом внимательнее следить за ситуацией в долгосрочном сегменте кривой.

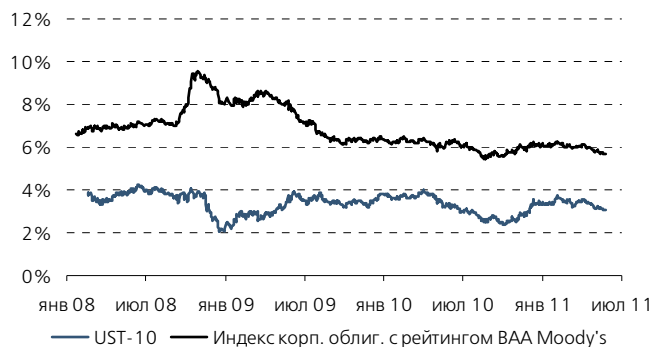
ЛУЧШИЕ ОБЛИГАЦИИ

- **Евраз-1-1.** Разумное соотношение “цена / качество”, один из самых высоких уровней доходности в металлургическом секторе. Кредитное качество лучше, чем у Мечела.
- **АЛРОСА-22.** Самые дешевые квазисуверенные облигации.
- **Газпром нефть-8 и -10.** Лучшая квазисуверенная бумага в долгосрочном сегменте.

Alexander_Kudrin@troika.ru

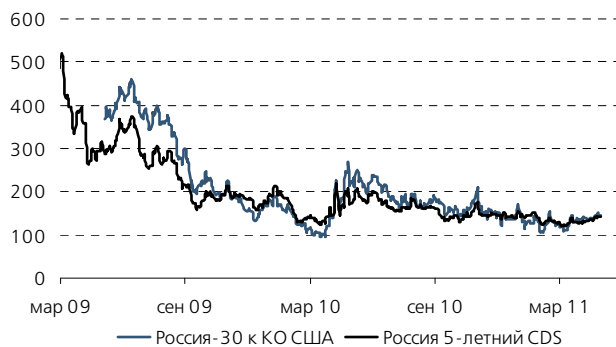
Долговые бумаги. Основные показатели

Доходность к погашению 10-летних КО США и наиболее надежных корпоративных облигаций



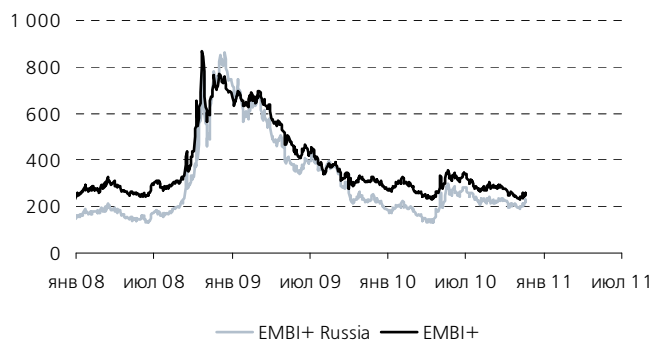
Источник: Bloomberg

Спред Россия-30 к 10-летним КО США и 5-летний российский CDS



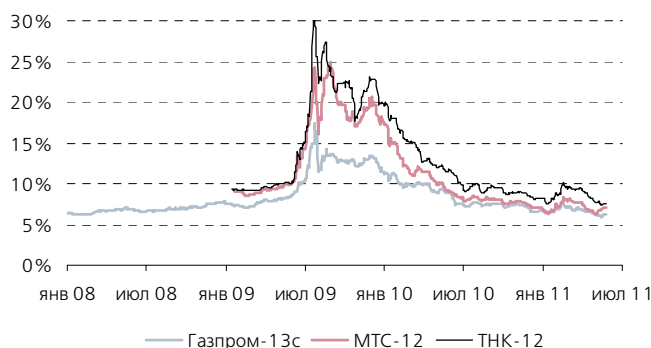
Источник: Bloomberg

Спреды EMBI+ Russia и EMBI+ к КО США, б. п.



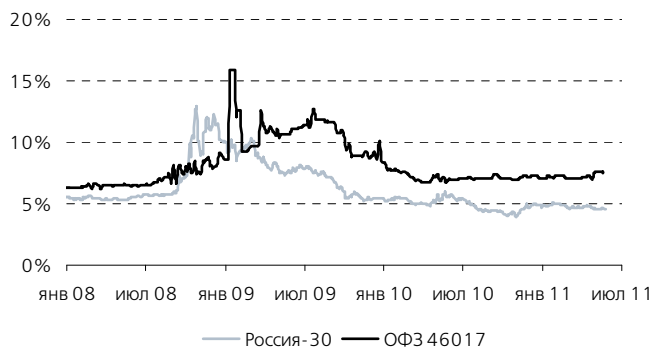
Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Доходность к погашению



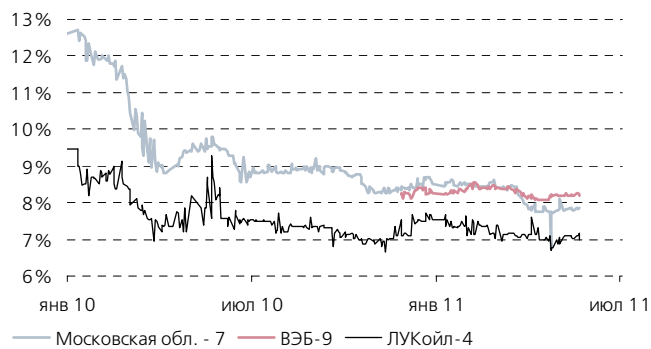
Источник: компании, Bloomberg

Эффективная доходность к погашению



Источник: Bloomberg

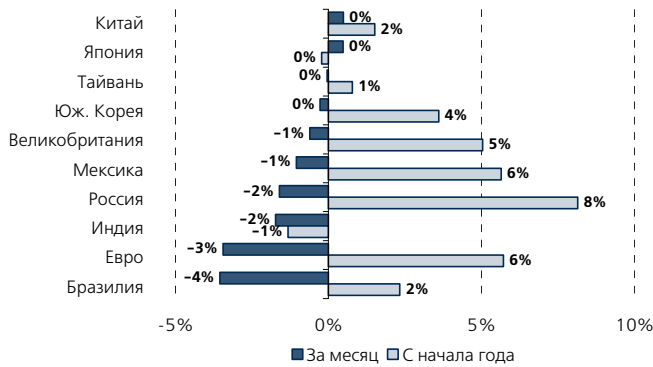
Доходность к погашению



Источник: ММВБ

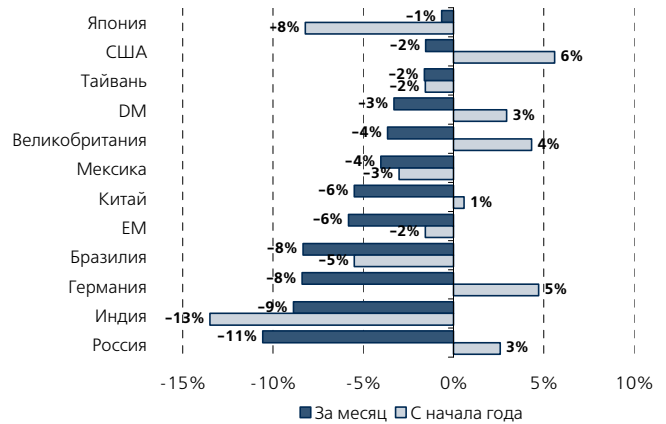
Мировой рынок

Динамика валют



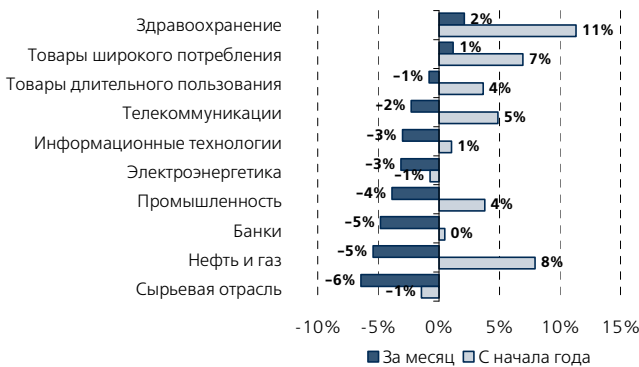
Источник: Bloomberg

Динамика фондовых рынков



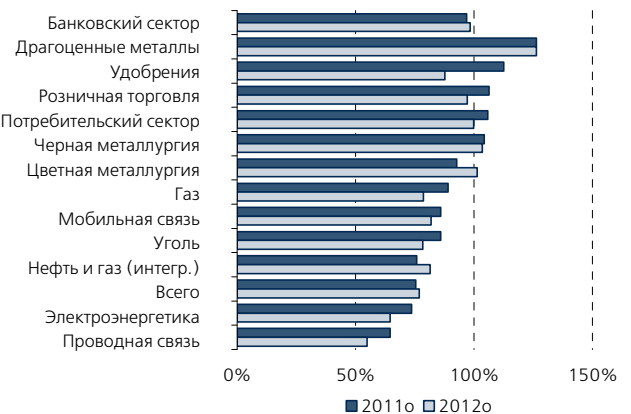
Источник: Bloomberg (индексы MSCI), PТС, ПФТС

Динамика секторов



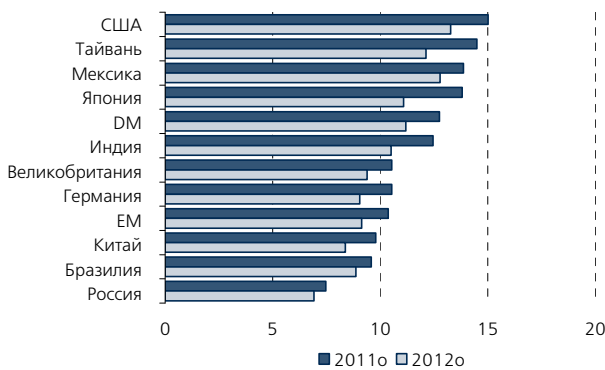
Источник: Bloomberg (индексы MSCI)

Оценка российских секторов, % мировой



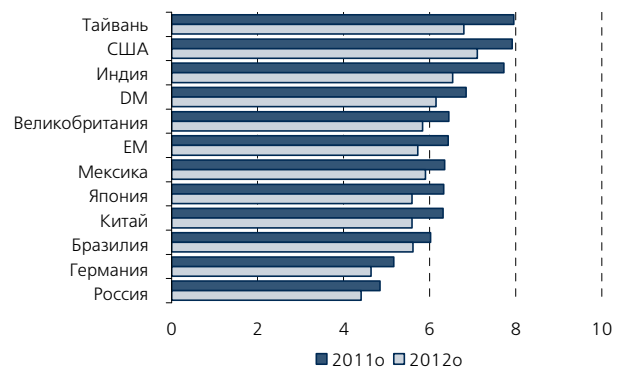
Источник: Тройка Диалог

Мировые рынки: "цена / прибыль"



Источник: Bloomberg

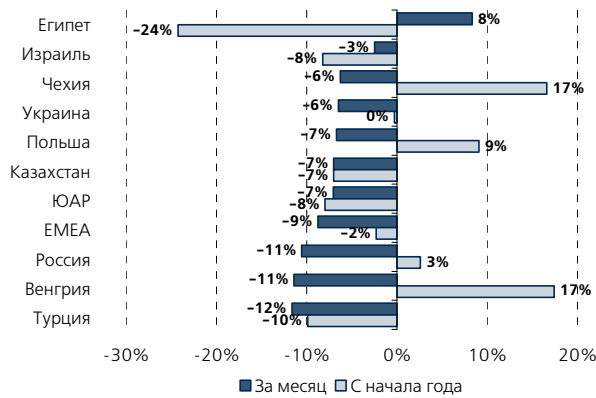
Мировые рынки: "цена / балансовая стоимость"



Источник: Bloomberg

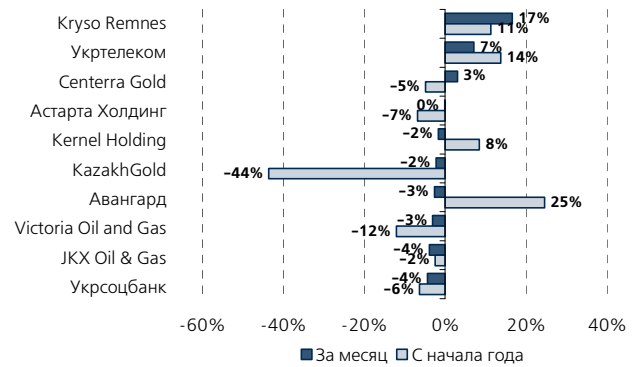
Рынки ЕМЕА

Динамика фондовых рынков



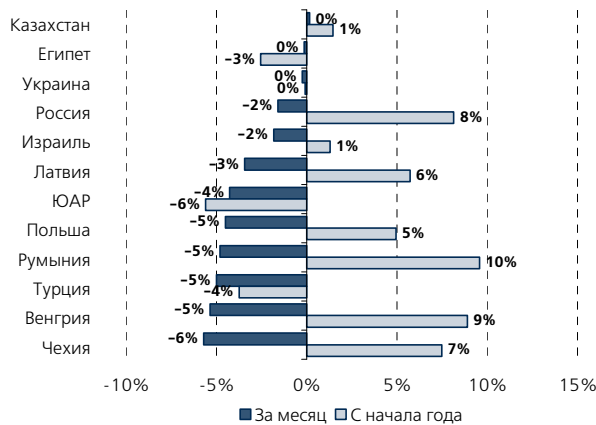
Источник: Bloomberg

Динамика ликвидных акций Казахстана и Украины за месяц



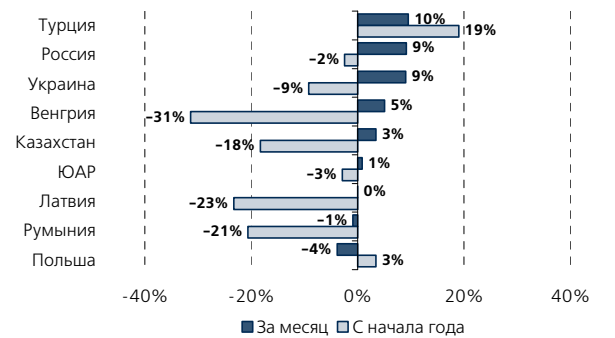
Источник: Bloomberg

Динамика валют



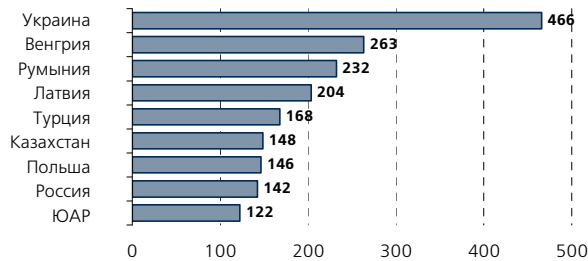
Источник: Bloomberg

Динамика CDS



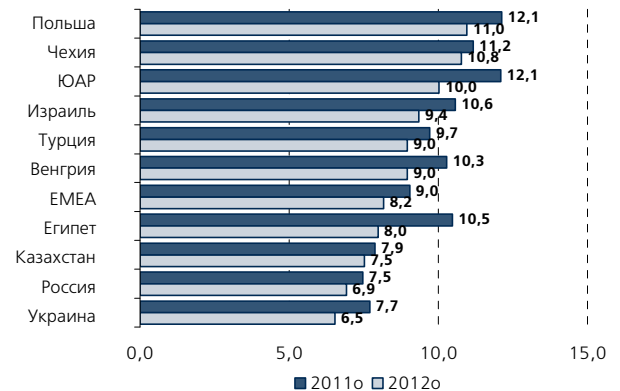
Источник: Bloomberg

ЕМЕА: котировки CDS



Источник: Bloomberg

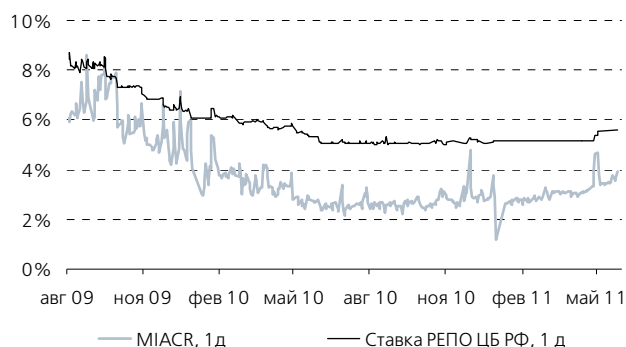
ЕМЕА: "цена / прибыль"



Источник: Thomson

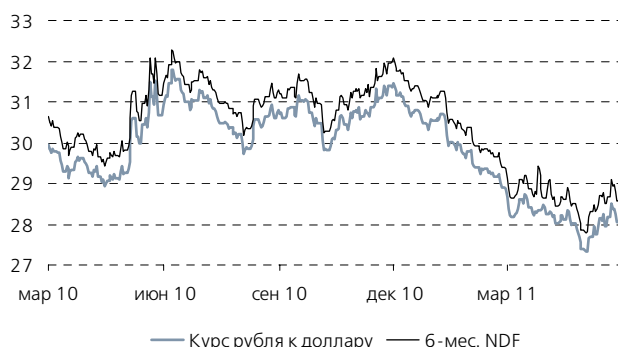
Макроэкономические показатели

М2 и золотовалютные резервы



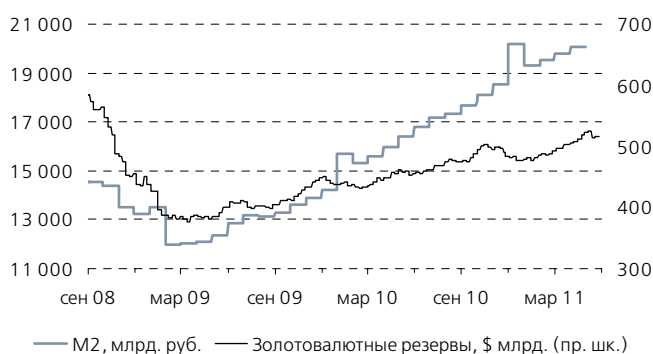
Источник: ЦБ России

Курс рубля к доллару



Источник: Bloomberg

Ставки денежного рынка



Источник: Bloomberg

Макроэкономические показатели

	2009*	2010*	2011E	2012E
Номинальный ВВП, \$ млрд.	1 219	1 478	1 850	2 050
Реальный ВВП, % изм.	7,8 (-7)	4 (5)	4,8	4,0
Реальный объем пром. пр-ва, % изм.	-9,3	8,2	5,0	4,5
Реальное потребление населения, % изм.	-4,8	3 (6)	5,0	4,5
Реальные инвестиции в основной капитал, % изм.	-14,4	6,1	7,0	5,0
Бюджет / ВВП, %	-5,9	-4,0	-0,8	-2,1
ИПЦ на конец года, % изм.	8,8	8,8	7,5	7,0
ИЦП на конец года, % изм.	13,9	16,7	15,0	7,0
Денежное предложение на конец года, % изм.	17,7	31,1	22,0	22,0
Безработица, %	8,4	7,5	6,8	6,8
Средняя начисленная зарплата, тыс. руб.	18,8	21,1	24,0	26,5
Экспорт товаров, \$ млрд.	303,4	400,1	505,0	490,0
Импорт товаров, \$ млрд.	191,8	248,7	340,0	370,0
Торговый баланс, \$ млрд.	111,6	151,4	165,0	120,0
Счет текущих операций, \$ млрд.	48,6	71,1	95,0	50,0

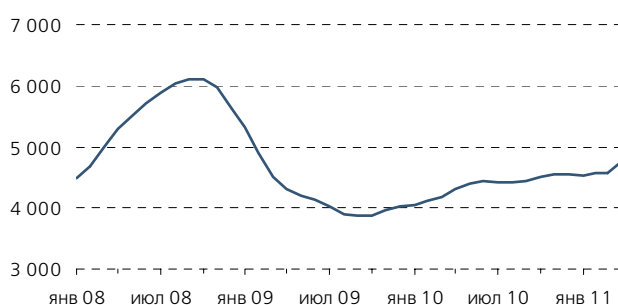
Источник: Росстат, Тройка Диалог

Ключевые показатели роста



Источник: Росстат

Индекс цен на недвижимость в Москве, \$ / кв. м



Источник: IRN

Ликвидность

Ликвидность

	ADT за 30 дней, \$ млн.	ММВБ	РТС	ГДР/АДР	ОТС
Россия	5 368,48	32%	8%	41%	19%
Газпром	1 457,87	35%	9%	41%	14%
Сбербанк	1 063,34	48%	18%	0%	34%
ЛУКОЙЛ	501,55	24%	8%	60%	8%
Норильский Никель	485,72	29%	4%	48%	19%
Роснефть	278,74	31%	8%	51%	10%
ВТБ	216,49	34%	4%	31%	31%
Яндекс	136,47	0%	0%	100%	0%
Сургутнефтегаз	119,22	30%	9%	30%	31%
МТС	77,31	15%	0%	68%	17%
НОВАТЭК	70,09	6%	0%	93%	2%
Северсталь	69,42	45%	2%	48%	5%
РусГидро	69,31	29%	1%	16%	54%
Мечел	67,13	3%	0%	97%	0%
Уралкалий	65,18	35%	1%	60%	4%
Ростелеком	56,70	18%	0%	3%	79%
Полюс Золото	53,28	28%	7%	20%	46%
Группа Евраз	49,35	0%	0%	100%	0%
Mail.Ru Group	40,66	0%	0%	100%	0%
Магнит	32,94	6%	1%	93%	1%
Татнефть	31,59	35%	2%	54%	9%
X5 Retail Group	28,46	0%	0%	100%	0%
VimpelCom Ltd	27,51	0%	0%	100%	0%
Транснефть	27,24	56%	0%	0%	44%
Новолипецкий МК	25,12	24%	0%	73%	3%
СЕДС	20,81	0%	0%	97%	0%
Интер РАО ЕЭС	17,22	26%	0%	0%	74%
ФСК ЕЭС	14,29	86%	1%	0%	13%
АФК "Система"	13,51	6%	0%	91%	3%
Петропавловск	12,85	0%	0%	100%	0%
Eurasia Drilling Company	12,39	0%	0%	100%	0%
Магнитогорский МК	11,07	27%	0%	70%	2%

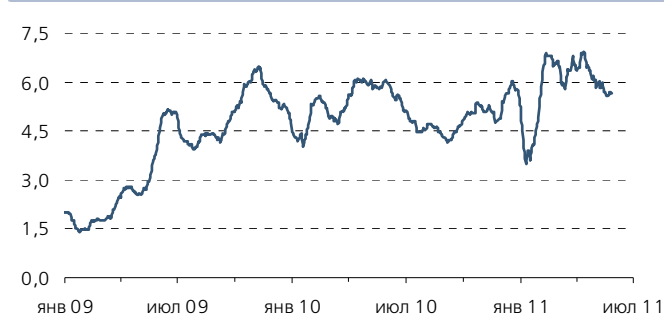
Источник: Bloomberg, РТС, ММВБ

Прогноз цен на сырьевые товары

	Текущая цена	Изм. цены		Прогноз на 2011	
		за месяц	YTD	Bloomberg	ТД
Брент, \$ / барр.	114,7	-9%	22%	112,5	97,0
Юралз, \$ / барр.	113,2	-7%	23%	-	95,0
Медь, \$ / т	9 188	-1%	-5%	9 311	9 000
Никель, \$ / т	23 081	-14%	-7%	24 361	26 000
Энергетич. уголь, \$ / т	121	-5%	20%	-	120
Золото, \$ / унция	1 536	-2%	8%	1 494	1 425
Платина, \$ / унция	1 799	-4%	2%	1 799	1 824
ГК прокат, \$ / т	690	9%	9%	-	735
Кокс. уголь (Китай), \$ / т					289
Brazil export FOB, \$ / т					142

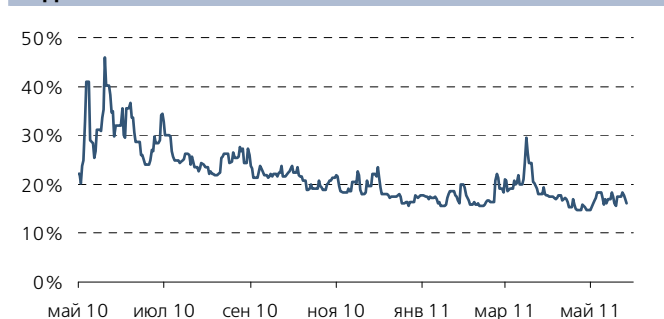
Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Дневной объем торгов, 30-дневное среднее, \$ млрд.



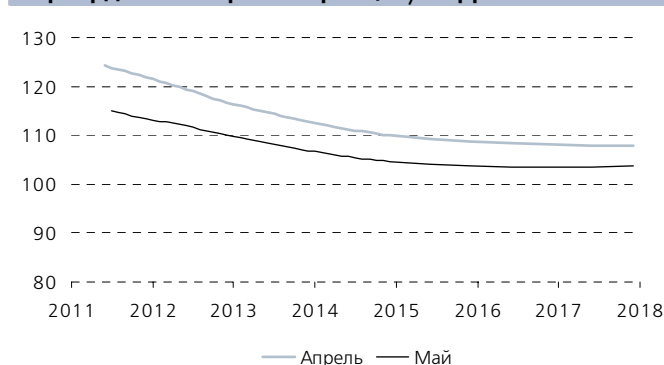
Источник: Тройка Диалог

Индекс VIX



Источник: MSCI

Форвардные контракты Брент, \$ / барр.



Источник: Bloomberg

Список используемых сокращений

ADT – средний дневной оборот

P/E – цена / прибыль

P/BV – цена / балансовая стоимость

EV / EBITDA – стоимость предприятия / EBITDA

ROE – доход на капитал

EPS – доход на акцию

DM – развитые рынки

EM – развивающиеся рынки

OTC – внебиржевой рынок

RAB – регулируемая база капитала

Руководство компании**Председатель совета директоров****Тройки Диалог**

Рубен Варданян

Главный исполнительный директор**по управлению бизнесом**

Жак Дер Мегредичян

Главный экономист**Управляющий директор**

Евгений Гавриленков

Аналитическое управление**(495) 258 05 11****Начальник
управления**

Паоло Занибони

(495) 787 23 81

Нефть и газ

Старший аналитик

Олег Максимов

(495) 933 98 30

Старший аналитик

Алекс Фэк

(495) 933 98 29

Аналитик

Валерий Нестеров

(495) 933 98 32

Электроэнергетика

Старший аналитик

Александр Котиков

(495) 933 98 41

Аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Младший аналитик

Андрей Труфанов

(495) 933 98 31

Телекоммуникации, ИТ и медиа

Старший аналитик

Евгений Голосной

(495) 933 98 34

Аналитик

Анна Лепетухина

(495) 933 98 35

Металлургия

Старший аналитик

Сергей Донской, CFA

(495) 933 98 40

Старший аналитик

Михаил Стискин

(495) 933 98 39

Аналитик

Ирина Лапшина

(495) 933 98 52

Младший аналитик

Станислав Ермаков

(495) 933 98 50

Машиностроение

Аналитик

Михаил Ганелин

(495) 933 98 51

Младший аналитик

Иван Беляев

(495) 933 98 53

Финансовый сектор

Старший аналитик

Эндрю Кили

(495) 933 98 45

Аналитик

Ольга Веселова

(495) 933 98 46

Потребительский сектор

Старший аналитик

Михаил Красноперов

(495) 933 98 38

Аналитик

Георгий Тараканов

(495) 933 98 58

Младший аналитик

Артур Галимов

(495) 933 98 33

Недвижимость

Аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Химическая промышленность

Старший аналитик

Михаил Стискин

(495) 933 98 39

Аналитик

Ирина Лапшина

(495) 933 98 52

Младший аналитик

Станислав Ермаков

(495) 933 98 50

Транспорт

Аналитик

Михаил Ганелин

(495) 933 98 51

Компании малой и средней капитализации

Аналитик

Михаил Ганелин

(495) 933 98 51

Младший аналитик

Иван Беляев

(495) 933 98 53

Анализ рынка

Аналитик

Надежда Киреева

(495) 933 98 55

Экономика

Старший экономист

Антон Струченевский

(495) 933 98 43

Младший экономист

Сергей Коныгин

(495) 933 98 48

Долговые бумаги

Руководитель группы

Александр Кудрин

(495) 933 98 47

Старший аналитик

Алексей Булгаков

(495) 933 98 66

Аналитик

Екатерина Сидорова

(495) 933 98 49

Младший аналитик

Борис Красненков

(495) 933 98 56

Украина

Старший аналитик

Роман Захаров

+38 (044) 207 37 80

Экономист

Ирина Пионтковская

Старший аналитик

Евгений Гребенюк

Старший аналитик

Иван Харчук

Старший аналитик

Сергей Невмержицкий

Аналитик

Александр Цепенда

Аналитик

Мария Репко

Казахстан

Аналитик

Заурбек Жунисов

Аналитик

Айнур Медеубаева

Главный офис, Москва

Россия, 125009 Москва
Романов переулок, дом 4
Тел. (495) 258 05 00
Факс (495) 258 05 47

Аналитич. управление (495) 258 05 11
Операции с акциями (495) 258 05 50
Операции с долговыми бумагами (495) 258 05 10
Трейдеры (495) 258 05 25
Опционы (495) 258 05 55
Структурные продукты (495) 258 05 72
Продукты казначейства (495) 258 05 30

Санкт-Петербург

Россия, 194153, Санкт-Петербург
Финляндский проспект, дом 4, лит. А
Бизнес-центр "Петровский форт"
Тел. (812) 332 33 00; факс (812) 332 66 57

Владивосток

Россия, 690091, Владивосток
ул. Мордовцева, дом 6
Тел. (4232) 49 99 25; факс (4232) 49 99 26

Волгоград

Россия, 400131, Волгоград
ул. Мира, дом 11
Тел. (8442) 96 82 11; факс (8442) 33 51 98

Воронеж

Россия, 394000, Воронеж
ул. Плехановская, дом 43
Тел. (4732) 35 56 47; факс (4732) 61 99 61

Екатеринбург

Россия, 620014, Екатеринбург
ул. Хохрякова, дом 10
Бизнес-центр "Палладиум", 5-й этаж, офис 504-505
Тел. (343) 310 70 00; факс (343) 379 2164

Иркутск

Россия, 664003, Иркутск
ул. Ленина, дом 19
Тел./факс (3952) 56 36 36

Казань

Россия, 420107 Казань
ул. Спартаковская, дом 6
Офисный центр "Suvar Plaza"
Тел./факс (843) 526 55 22

Краснодар

Россия, 350000 Краснодар
ул. Красная, дом 41
Тел./факс (861) 210 6061

Красноярск

Россия, 660049, Красноярск
Проспект Мира, дом 26
Тел. (3912) 91 81 00; факс (3912) 91 81 02

Набережные Челны

Россия, 423810, Набережные Челны
Проспект Мира, дом 52/16 (3/01)
Тел. (8552) 39 51 00; факс (8552) 39 51 03

Нижний Новгород

Россия, 603006, Нижний Новгород
ул. Алексеевская, дом 10/16
Бизнес-центр "Лобачевский Plaza", 6 этаж
Тел. (831) 220 1949

Новосибирск

Россия, 630004, Новосибирск
Проспект Димитрова, дом 1
Тел. (383) 210 55 02; факс (383) 210 55 03

Пермь

Россия, 614000 Пермь
ул. Ленина, дом 58
Тел. (342) 218 61 46; факс (342) 218 61 49

Ростов-на-Дону

Россия, Ростов-на-Дону
ул. Красноармейская, дом 206
Тел./факс (863) 268 88 99

Самара

Россия, 443001 Самара
ул. Молодогвардейская, дом 204
Тел. (846) 378 00 00; факс (846) 273 33 28

Тюмень

Россия, 625000 Тюмень
ул. 8 марта, д. 2/9А, 2 этаж
Тел. (3452) 39 54 50; факс (3452) 39 54 51

Уфа

Россия, 450077 Уфа
ул. Достоевского, дом 100/1
Тел. (347) 279 88 80; факс (347) 279 88 81

Хабаровск

Россия, 680030 Хабаровск
ул. Постышева, дом 22А
Бизнес-центр "Хабаровск-Сити", офис 205
Тел. (4212) 41 51 62; факс (4212) 41 51 65

Челябинск

Россия, 454091, Челябинск
ул. Карла Маркса, дом 38,
Бизнес-центр "Аркаим Плаза", офис 507
Тел. (351) 778 61 20; факс (351) 778 61 21

Ярославль

Россия, 150000, Ярославль
ул. Трефолева, дом 22
Тел. (4852) 67 04 07; факс (4852) 67 04 06

Тройка Диалог США

Carnegie Hall Tower
152 West 57th Street, 44th Floor
New York, NY 10019
Тел. +1 (212) 300 9600; факс +1 (212) 300 9601

Тройка Диалог Великобритания

85 Fleet Street, 4th Floor
London EC4Y 1AE
Тел. +44 (20) 7583 3257; факс +44 (20) 7822 0779

Тройка Диалог Украина

Украина, 01025 Киев
Рыльский пер., дом 6, 6 этаж
Тел. +380 (44) 207 37 80; факс +380 (44) 207 37 84

Тройка Диалог Казахстан

Казахстан, Алматы
ул. Толе би, дом 101
Бизнес-центр "Гермес", 5-й этаж, блок Б
Тел. +7 (727) 355 33 55; факс +7 (727) 355 33 56

Тройка Диалог Кипр

57 Digeni Akrita Ave
Zachariades Building, Office 301
Nicosia CY-1070
Тел. +357 (22) 87 5380; факс +357 (22) 87 5393

Настоящий аналитический отчет подготовлен Тройкой Диалог или ее аффилированным лицом, указанным в настоящем отчете, и содержит информацию только общего характера. Содержимое здесь информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов, других инструментов или производных на какой-либо из них. Этот отчет не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить этот отчет. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в этом отчете, а также учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем.

Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не предназначена для предоставления налогового совета, не является налоговым советом и не может быть использована кем-либо для предоставления такого совета. Инвесторам необходимо самостоятельно получить налоговый совет у независимого налогового советника, основываясь на их индивидуальных обстоятельствах.

Содержащиеся в настоящем отчете информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые мы, в целом, считаем надежными. Однако, не существует никаких гарантий и не представляется никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем отчете, или исправлять неточности.

Время от времени Тройка Диалог, ее аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем отчете. Тройка Диалог проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение действительного или потенциального конфликта интересов.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, может быть получена от Тройки Диалог по запросу. Этот отчет не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Тройки Диалог.

Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель отчета, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного отчета вправе использовать данный отчет только в случае, если он является таким допустимым получателем.