

## Ещё один год облигаций

- В Российской экономике начинается рецессия. Негативная экономическая динамика ухудшает перспективы российского рынка акций и заставляет инвесторов делать выбор в пользу облигаций. Мы снижаем наш прогноз роста ВВП в 2012 г. с 3.3 до 2.0 %. Одновременно мы снижаем оценку справедливого значения индекса РТС на конец года с 1750 до 1600 пунктов. Снижение целевого уровня по индексу отражает возрастающие макроэкономические риски.
- На фоне настораживающих сигналов из разных частей света (усиление кризиса в Европе, первые сигналы охлаждения экономической конъюнктуры в США) мы выделяем ключевой фактор, который может оказать поддержку финансовым активам по всему миру в ближайшие месяцы – это агрессивные действия Банка Японии. Программа выкупа активов японским центробанком сопоставима с QE3 в США. Как мы уже неоднократно наблюдали в последние годы, активизация эмиссионной политики Центробанков всегда сопровождается краткосрочным оживлением экономики и позитивно сказывается на стоимости финансовых активов.
- Японский фактор может в ближайший месяц улучшить конъюнктуру и на российском рынке акций. Мы ожидаем, что к середине мая российские индексы будут несколько выше текущих значений. Наш топ-5 остается неизменным: **МТС, АФК Система, Сургутнефтегаз преф., Э.ОН Россия, ГМК Норильский Никель**. В целом этот портфель носит скорее защитный характер и ориентирован на получение дохода (в т.ч. высоких дивидендов) в условиях подавленной рыночной конъюнктуры. Мы по-прежнему считаем, что сейчас не время брать высокие риски.

*Содержание*

	Стр.
Основные характеристики российского рынка акций	3
Целевые уровни и рекомендации	4
Оценка	5
Дивиденды	6
Прогнозы финансовых показателей	7
Последние обзоры НОМОС-БАНКа	8
Ещё один год облигаций	9
Российский рынок акций: можно ли рассчитывать на восстановление электроэнергетики и металлургии?	13
Металлургия: назад в 2009-й?	17
Электроэнергетика: шаг в обратном направлении	19

### Основные характеристики российского рынка акций

В настоящий момент Аналитический департамент НОМОС-БАНКа покрывает 35 эмитентов (40 акций с учетом привилегированных), совокупная капитализация которых составляет около \$ 583 млрд., а объем бумаг в свободном обращении – около \$ 173 млрд. (средний free float – 29%).

По 13 бумагам выставлена рекомендация «покупать», по 24 – «держать», по 3 – «продавать».

Покупать	Держать	Продавать
13	24	3
33%	60%	8%

Основные предпосылки, которые мы закладываем в модели на 2013 год: средняя за год цена Urals - **\$ 102**, средний за год курс доллар/рубли – **31.0**.

Средний WACC, который мы используем в долларовых DCF-моделях, составляет 12.7%, в рублевых – 15.8%.

Наша оценка справедливого значения индексов РТС и ММВБ на конец года составляет **1600** пунктов. Таким образом, потенциал роста до своих справедливых значений составляет для индекса ММВБ около **12%**, для индекса РТС – около **10%**.

Основные мультипликаторы, с которыми торгуются покрываемые наши акции:

P/E13 – **5.5**

EV/EBITDA13 – **3.1**

Средняя ожидаемая дивидендная доходность (дивиденды за 2012 год к текущей капитализации) российского рынка акций составляет **3.9%**.

## Целевые уровни и рекомендации

Эмитент	Текущая цена, \$	Целевой уровень, \$	Потенциал %	Рекомендация	Мсар, \$ млн.	Net debt, \$ млн.	EV, \$ млн.
ММК	0.25	0.74	198	Покупать	2 760	3 586	6 346
Мечел	4.45	8.07	81	Покупать	1 852	9 573	11 425
Акрон	42.4	76.8	81	Покупать	1 718	1 112	2 830
Сургутнефтегаз	0.90	1.56	73	Покупать	32 251	-31 910	5 600
Распадская	1.49	2.62	76	Покупать	1 162	433	1 595
Евраз	3.21	5.40	68	Покупать	4 729	6 184	10 913
НЛМК	1.54	2.57	67	Покупать	9 200	3 575	12 775
Энел ОГК-5	0.0448	0.0696	55	Покупать	1 586	805	2 391
РУСАЛ	5.24	7.79	49	Покупать	7 960	10 829	18 789
Э.ОН Россия	0.0789	0.110	39	Покупать	4 976	-959	4 017
Газпром нефть	4.80	5.75	20	Покупать	22 741	5 230	27 971
Лукойл	66.06	78.84	19	Покупать	56 187	4 054	60 241
НОВАТЭК	11.26	13.19	17	Покупать	34 179	3 680	37 859
ИнтерРАО	0.0005	0.0009	92	Держать	4 664	-1 076	3 588
МРСК Центра	0.01	0.0230	55	Держать	627	577	1 205
МРСК Волги	0.00	0.0028	41	Держать	354	155	508
Северсталь	8.45	11.52	36	Держать	7 022	3 983	11 005
ОГК-2	0.0101	0.0133	32	Держать	600	651	1 250
МРСК Урала	0.0061	0.0078	29	Держать	530	205	735
РусГидро	0.0172	0.022	28	Держать	4 987	3 374	8 361
ТНК-ВР Холдинг, п.а.	1.54	1.90	23	Держать	693		
Башнефть	55.50	65.40	18	Держать	9 444	2 346	11 790
ТНК-ВР Холдинг	1.94	2.24	16	Держать	29 033	3 262	32 988
ТМК	13.27	15.12	14	Держать	2 873	3 656	6 529
МРСК Центра и Приволжья	0.01	0.0059	13	Держать	586	597	1 183
Сбербанк, п.а.	2.38	2.68	13	Держать	2 380		
Газпром	4.61	5.18	12	Держать	109 205	30 904	140 109
Татнефть, п.а.	3.51	3.90	11	Держать	517		
Сургутнефтегаз, п.а.	0.68	0.75	10	Держать	5 259		
Сбербанк	3.3	3.6	8	Держать	71 388		
Башнефть, п.а.	41.25	44.50	8	Держать	1 428		
Роснефть	8.25	8.87	8	Держать	87 430	18 700	106 130
Татнефть	6.98	7.50	7	Держать	15 217	2 105	17 840
Банк Возрождение	15.56	16.39	5	Держать	369		
ГМК	171	173	1	Держать	32 582	2 893	35 475
Фосагро	42.44	42.6	0	Держать	5 283	341	5 624
МОЭСК	0.05	0.0480	0	Держать	2 336	1 321	3 657
ФСК ЕЭС	0.0043	0.0071	63	Продавать	5 451	4 003	9 454
Холдинг МРСК	0.05	0.0668	44	Продавать	1 988	4 798	6 786
Банк С.-Петербург	1.08	1.42	31	Продавать	325		

## Оценка

	P/E		EV/EBITDA		FCF yield, %	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Газпром	2.8	2.8	2.3	2.3	9.3	6.2
НОВАТЭК	15.3	13.8	12.2	10.5	3.0	2.1
<b>Газовые компании</b>	<b>9.0</b>	<b>8.3</b>	<b>7.3</b>	<b>6.4</b>	<b>6.2</b>	<b>4.2</b>
Роснефть	8.0	5.3	5.4	3.3	1.7	7.7
Лукойл	4.5	4.8	3.0	3.1	7.2	3.8
Газпром нефть	4.7	6.3	3.3	3.9	8.0	3.9
Сургутнефтегаз	4.8	5.3	0.6	0.7	8.8	7.5
ТНК-ВР Холдинг	3.9	3.7	2.5	2.7	25.0	15.8
Татнефть	5.2	5.1	3.9	3.8	13.2	14.3
Башнефть	5.3	5.3	3.7	3.7	17.4	6.8
<b>Нефтяные компании</b>	<b>5.2</b>	<b>5.1</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>	<b>11.6</b>	<b>8.6</b>
Северсталь	9.2	9.3	5.2	5.2	9.2	0.9
НЛМК	15.4	14.9	6.7	6.9	4.2	4.5
ММК	15.6	8.7	4.6	4.1	16.9	9.2
Евраз	отр.	12.6	6.1	5.0	5.5	7.2
<b>Черная металлургия</b>	<b>13.4</b>	<b>11.4</b>	<b>5.5</b>	<b>5.3</b>	<b>9.9</b>	<b>5.5</b>
Мечел	-4.6	-8.3	7.3	6.8	5.8	-21.8
Распадская	-37.5	55.3	11.8	7.4	2.0	0.3
<b>Уголь</b>	<b>-21.1</b>	<b>23.5</b>	<b>9.6</b>	<b>7.1</b>	<b>3.9</b>	<b>-10.8</b>
ТМК	10.4	7.9	6.4	6.1	7.3	12.0
<b>Трубные компании</b>	<b>10.4</b>	<b>7.9</b>	<b>6.4</b>	<b>6.1</b>	<b>7.3</b>	<b>12.0</b>
ГМК	10.1	9.4	6.9	6.6	5.3	5.7
РУСАЛ	-144.7	13.3	20.5	13.0	4.9	14.5
<b>Цветная металлургия</b>	<b>-67.3</b>	<b>11.4</b>	<b>13.7</b>	<b>9.8</b>	<b>5.1</b>	<b>10.1</b>
Акрон	6.8	6.7	5.2	5.3	21.6	3.6
Фосагро	6.7	9.2	5.0	5.2	9.2	10.8
<b>Мин. удобрения</b>	<b>6.7</b>	<b>8.0</b>	<b>5.1</b>	<b>5.3</b>	<b>15.4</b>	<b>7.2</b>
Э.ОН Россия	9.1	10.0	4.5	4.6	8.2	8.1
Энел ОГК-5	8.9	6.6	5.0	4.5	9.1	5.2
ИнтерРАО	-10.9	14.3	3.9	2.9	-22.3	-21.3
РусГидро	-6.6	4.4	4.0	3.6	-15.4	-17.5
ОГК-2	13.3	8.9	4.3	3.7	-10.2	-83.2
<b>Генерация</b>	<b>2.8</b>	<b>8.8</b>	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>	<b>-6.1</b>	<b>-21.7</b>
Холдинг МРСК	3.9	3.3	1.8	1.7	-60.5	-74.1
ФСК ЕЭС	19.6	14.5	4.2	3.7	-48.8	-43.2
МРСК Волги	3.4	2.4	2.0	1.5	-42.3	-111.8
МРСК Урала	9.3	3.9	3.1	2.1	-44.7	-0.1
МОЭСК	9.5	6.9	3.8	3.2	-19.7	-18.8
МРСК Центра и Приволжья	7.5	5.3	4.4	3.8	-3.8	-5.6
МРСК Центра	4.7	2.8	2.6	2.1	-15.9	-9.0
<b>Сети</b>	<b>8.3</b>	<b>5.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.6</b>	<b>-33.7</b>	<b>-37.5</b>

	P/E		P/BV		ROAE, %	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Сбербанк	6.4	6.7	1.3	1.2	24.0	18.7
ВТБ	8.7	4.4	0.8	0.6	9.8	16.4
Банк С.-Петербург	7.0	2.3	0.2	0.2	3.6	10.3
Банк Возрождение	5.0	4.9	0.6	0.5	12.0	10.6
<b>Банки</b>	<b>6.1</b>	<b>4.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>13.2</b>	<b>13.2</b>

## Дивиденды

	Div 2011		Div 2012П	
	руб. на акц.	% к цене	руб. на акц.	% к цене
Башнефть, п.а.	99	7.7	134	10.5
Татнефть, п.а.	7.08	6.5	9.95	9.2
ГМК	196	3.7	447	8.4
Сургутнефтегаз, п.а.	2.15	10.2	1.75	8.3
Башнефть	99	5.8	134	7.8
МТС (локал.)	14.71	5.5	18.3	6.8
Фосагро	57.5	4.4	82.9	6.3
Газпром нефть	7.3	4.9	7.77	5.2
ММК	0.0	0.0	0.36	4.7
Газпром	8.97	6.3	6.00	4.6
Татнефть	7.08	3.3	9.95	4.6
Акрон	175	13.3	60	4.6
Лукойл	75	3.7	90	4.4
Сбербанк, п.а.	2.59	3.5	3.20	4.3
НЛМК	2.0	4.2	2.0	4.2
Северсталь	15.19	5.8	10.66	4.1
Уралкалий	8.00	3.5	8.61	3.7
Евраз	15.87	16.6	3.421	3.6
Роснефть	7.53	2.9	7.46	2.9
Э.ОН Россия	0.0578	2.4	0.07	2.9
ТМК	3.63	0.9	2.48	2.9
Сбербанк	2.08	2.0	2.57	2.5
НОВАТЭК	6.00	1.7	6.86	2.2
Сургутнефтегаз	0.60	2.1	0.52	1.9
ВТБ	0.00088	1.8	0.00058	1.2
РусГидро	0.0078	1.5	0.005	0.9
Транснефть, п.а.	716	1.0	594	0.9
Банк С.-Петербург	0.11	0.3	0.11	0.3
Банк Возрождение	11.8	2.5	0.50	0.1
Распадская	5.0	10.8	0.0	0.0

## Прогнозы финансовых показателей

	Прибыль, \$ млн		ЕБИТДА, \$ млн		FCF, \$ млн		CAPEX, \$ млн	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Газпром	39 431	38 989	60 245	60 596	10 200	6 805	41 423	43 920
НОВАТЭК	2 236	2 470	3 104	3 589	1 038	718	1 511	2 252
Роснефть	10 968	16 527	19 588	32 102	1 479	6 753	15 081	21 567
Лукойл	12 496	11 651	20 116	19 651	4 054	2 158	13 869	14 510
Газпром нефть	4 812	3 623	8 389	7 190	1 827	896	5 391	5 367
Сургутнефтегаз	6 784	6 101	9 219	8 569	2 832	2 433	4 852	4 808
ТНК-ВР Холдинг	7 584	7 978	13 432	12 426	7 269	4 574	5 544	6 099
Татнефть	2 968	3 021	4 621	4 676	2 003	2 183	1 618	1 604
Башнефть	2 008	2 030	3 569	3 563	1 641	641	1 397	2 438
Транснефть, п.а.	5 298	5 907	11 077	12 159	2 511	3 689	7 000	6 500
Северсталь	762	758	2 119	2 104	648	62	1 448	1 349
НЛМК	596	619	1 900	1 855	382	417	1 610	1 205
ММК	177	317	1 394	1 548	466	255	816	839
Евраз	-308	212	2 012	2 232	339	304	1 252	1 168
Мечел	-499	-279	1 563	1 669	108	-404	1 153	1 109
Распадская	-31	21	135	215	23	3	88	164
ТМК	277	363	1 016	1 072	210	344	444	366
ГМК	3 222	3 457	5 144	5 410	1 724	1 863	2 547	2 436
РУСАЛ	-55	599	915	1 448	389	1 157	513	524
Акрон	253	257	546	533	372	61	1	274
Фосагро	789	572	1 118	1 072	486	569	401	289
Э.ОН Россия	547	497	900	871	409	401	387	302
Энел ОГК-5	179	240	481	530	144	83	474	285
ИнтерРАО	-429	327	917	1 249	-1 039	-994	1 719	1 060
РусГидро	-760	1 132	2 099	2 292	-766	-873	2 597	2 397
ОГК-2	45	67	288	339	-61	-499	0	0
Холдинг МРСК	509	594	3 771	4 053	-1 204	-1 473	5 349	6 619
МРСК Волги	104	145	260	333	-150	-395	372	674
МРСК Урала	57	136	241	345	-237	-1	447	288
МОЭСК	247	337	961	1 135	-461	-438	1 310	1 385
МРСК Центра и Приволжья	78	111	267	315	-23	-33	240	286
МРСК Центра	134	220	464	580	-100	-57	478	502
ФСК ЕЭС	278	376	2 262	2 529	-2 661	-2 354	5 036	5 185

	Прибыль, \$ млн		BV, \$ млн		Опер. доход, \$ млн		Опер. расх., \$ млн	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Сбербанк	11 137	10 671	53 469	60 713	28 779	30 191	14 437	16 129
ВТБ	1 905	3 790	20 032	26 070	8 000	11 465	5 556	6 592
Банк С.-Петербург	47	142	1 327	1 442	290	442	239	258
Банк Возрождение	75	75	666	745	389	404	276	301

*Последние обзоры НОМОС-БАНКа*

- 11.03.2013** PMI MONITOR. Мировая экономика в марте: оживление в Азии, усиление рецессии в Еврозоне
- 14.03.2013** Стратегия - март. Рисков меньше не становится
- 11.03.2013** PMI MONITOR. Мировая экономика в феврале: ускорение в США компенсировало слабость Китая и Еврозоны
- 08.02.2013** Стратегия - февраль. Начало года: осторожный оптимизм
- 06.02.2013** PMI MONITOR. Мировая экономика в январе: восстановление продолжается
- 18.12.2012** Стратегия 2013: Пик кризиса пройден
- 06.11.2012** Стратегия ноябрь: QE3: и все-таки она работает!
- 23.10.2012** Роснефть - ТНК-ВР: сделка десятилетия состоялась!
- 19.10.2012** ОГК-2: Борьба за выживание
- 11.10.2012** ИнтерРАО: Бизнес слабеет – амбиции растут
- 05.10.2012** Стратегия октябрь: QE3 ещё себя проявит
- 26.09.2012** Банки «второго эшелона»: доходность не оправдывает риски
- 25.09.2012** Распадская: восстановление производства замедлилось
- 24.09.2012** Генерация: сложный год
- 11.09.2012** Черная металлургия: тенденции десятилетия поменялись!
- 07.09.2012** Стратегия сентябрь: Риск экономической рецессии выходит на первый план
- 05.09.2012** FOREX: Рубль останется слабым
- 21.08.2012** Распадская: восстановление производства замедлилось
- 15.08.2012** UC Rusal: год будет тяжелым
- 07.08.2012** Стратегия август: Неоправданный оптимизм
- 30.07.2012** X5 Retail – рекомендация снижена на фоне возросших рисков
- 30.07.2012** Магнит – повышение цены на фоне сильных результатов
- 30.07.2012** Нефтегазовый сектор: ценовая корректировка
- 05.07.2012** Стратегия июль: Кризис откладывается
- 29.06.2012** Экономика: Наступает время испытаний
- 26.06.2012** ВТБ: тяжелый бой за прибыль
- 26.06.2012** Черная металлургия: конъюнктура ухудшается, прогнозы снижаются
- 21.06.2012** Русгидро: слишком долгосрочные инвестиции
- 14.06.2012** Сбербанк: дальнейшая экспансия лидера
- 05.06.2012** Стратегия июнь: Момент истины приближается
- 06.06.2012** Российские розничные сети - делаю ставку на рост
- 30.05.2012** Рубль: в заложниках у Европы
- 24.05.2012** Сетевой комплекс: крутой поворот реформы
- 11.05.2012** Нефть и газ: повышение НДПИ на газ – терпимо для GAZP и болезненно для NVTK
- 02.05.2012** Beta анализ: как обыграть рынок

*Ещё один год облигаций***В российской экономике начинается рецессия**

Кирилл Трemasов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

Нашу апрельскую Стратегию мы хотели бы начать не с традиционного анализа ситуации в мировой экономике, а с внутренних факторов. Дело в том, что в России, похоже, начинается рецессия (классическое определение рецессии – сокращение ВВП два квартала подряд). Практически нет сомнений в том, что по итогам первого квартала будет зафиксировано снижение ВВП по отношению к предыдущему кварталу с учетом сезонности. По предварительным оценкам это снижение может составить порядка 1 %, что является наиболее существенным сокращением экономики за последние четыре года. Росстат фиксировал негативную динамику ВВП во 2-м квартале 2011 г. и во 2-м квартале 2012 г. (показательно, что ухудшение экономической динамики в России совпадало с обострением долгового кризиса в Европе), но это снижение было незначительным и сменялось подъемом уже в следующие три месяца. Сейчас же нет никакой уверенности в том, что падение ВВП в 1-м квартале может смениться ростом уже во 2-м квартале.

Как мы отмечали ранее (см. наш daily от 9.04), главной причиной замедления, а теперь и падения экономики явилась инвестиционная пауза, делящаяся с весны прошлого года. Мы не видим факторов, которые могут в ближайшей перспективе прервать эту паузу. Рост инвестиционной активности (пик пришёлся на середину 2011г.) во многом базировался на увеличении государственного финансирования мегастроек. Сейчас же у Правительства нет возможностей наращивать расходы на инфраструктурные проекты в прежнем темпе (из-за провала планов приватизации в текущем году и непредвиденного возмещения НДС компаниям, завершив крупными инвестпроекты, бюджет в этом году может недополучить полтриллиона рублей). Ожидать же роста инвестиций от частного сектора не позволяет сохраняющаяся крайне высокая неопределенность, связанная с Европой (к сожалению, ожидания стабилизации экономической ситуации в Европе не оправдались; в феврале-марте мы наблюдали здесь усиление рецессии).

Другой основной фактор роста экономики – потребительский спрос – также начинает внушать все большие опасения. Как отмечено выше, у Правительства нет возможностей не только по увеличению инфраструктурных инвестиций (хотя по инерции, ведомства ещё продолжают предлагать новые мегапроекты), но и по обеспечению высоких темпов роста доходов бюджетников (именно этот фактор сыграл ключевую роль в поддержании роста доходов населения в 2011г. и особенно в 2012г). Поэтому вслед за стагнацией инвестиций мы уже видим признаки ослабления потребительского спроса (провал продаж легковых автомобилей в марте на 3.6 % г/г). Все более уверенно начинает замедляться рост кредитования населения (ещё один важнейший фактор роста экономики в 2010/12 гг).

Наконец, внешний спрос, который у нас в значительной степени определяется ценами на нефть и экономической конъюнктурой в Европе, также не дает никаких оснований ожидать оживления экономики с этой стороны. Совокупность перечисленных факторов позволяет предполагать, что, начавшееся в первом квартале снижение ВВП может продолжиться.

Рассуждения о динамике экономического роста носят далеко не абстрактный характер для инвесторов в российские акции. Вообще, акции всегда интересны инвесторам, прежде всего, как истории роста. В стагнирующей/падающей экономике инвесторы делают выбор в пользу облигаций. Масштабный отток денег с российского рынка акций, который мы наблюдали последний месяц, на наш взгляд, может быть связан не только с событиями на Кипре (по большому счету, эта история оказалась локальной), но и с осознанием того факта, что рост в России закончился... по крайней мере, на ближайшую перспективу.

Мы не думаем, что рецессия в России будет носить катастрофичный характер, сопоставимый с 2008/09 гг – такой сценарий маловероятен ввиду в целом неплохой ситуации в мире (в Азии и США экономическая конъюнктура в целом удовлетворительна). Скорее всего, мы увидим плавное сползание, перемежающееся краткосрочными оживлениями конъюнктуры. Без радикальных реформ, направленных на привлечение иностранного капитала, переломить этот тренд не получится (смягчение монетарной политики Банка России, которое в ближайшие месяцы примет более агрессивный характер, лишь смягчит спад, но не обеспечит рост). Т.к. радикальных реформ от Правительства мы не ждем, то остается уповать только на улучшение общемировой конъюнктуры, которое вытянет российскую экономику из той трясины, в которую нас сейчас засасывает. Сколько этого придется ждать, пока непонятно...

Мы снизили прогноз роста ВВП в текущем году с 3.3 до 2.0 %. Новый прогноз предполагает прекращение спада в середине года и небольшой рост экономики к концу года. Если разворота во второй половине года не произойдет, то по итогам года рост ВВП будет близок к нулю. Сценарий небольшого сокращения ВВП по итогам года также возможен, но пока менее вероятен.

Одновременно мы снижаем оценку справедливого уровня индекса РТС на конец года с 1750 до 1600 пунктов. Это снижение отражает возрастающие макроэкономические риски. Мы будем вносить корректировки в оценки отдельных компаний по мере выхода их отчетностей. Процесс снижения наших targets уже начался.

#### Снижение рекомендаций по отдельным акциям в 2013 г.

	Дата пересмотра	Прежний target	Новый target	Изменение, %
Северсталь, \$	5.03.2013	12.10	11.40	-5.8
ТМК, \$	6.03.2013	4.13	3.78	-8.5
НЛМК, \$	26.03.2013	2.95	2.57	-12.9
Возрождение, руб.	28.03.2013	722	508	-29.6
Распадская, \$	29.03.2013	3.05	2.62	-14.1
Русгидро, руб.	2.04.2013	0.94	0.71	-24.5
Евраз, \$	11.04.2013	5.74	5.40	-5.9

#### Кипр – локальные неприятности

События на Кипре, по большому счету, оказались локальной историей. Первоначально новости с Кипра вызвали бегство от рисков, что наглядно проявилось в снижении доходности 10-летних облигаций Германии в отрицательную область. Однако опасения, что экономический кризис на Кипре может вызвать отток капитала из проблемных стран Еврозоны, не оправдались. Рост доходностей облигаций Италии, Испании, Португалии носил краткосрочный характер и не оказался существенным. При этом уже в апреле долговой рынок вновь пошёл вверх, а доходности Испании на этом движении обновили минимальные уровни с осени 2010 г.

Масштаб потерь вкладчиков в двух крупнейших кипрских банках на сегодняшний день оценивается в 5.6 млрд. евро (точно оценить пока невозможно, есть и альтернативные оценки, превышающие 10 млрд.), что не является критической суммой в масштабах европейского рынка. Опасней другое, кризис на Кипре фактически разрушил основы местной экономики, поэтому, даже получив финансовую помощь от ЕС, Кипр все-равно остается в зоне риска, и вероятность выхода страны из Еврозоны сохраняется на высоком уровне (сейчас опросы показывают 60-процентную вероятность такого события в среднесрочной перспективе). Есть и другой риск, что по мере размораживания средств в банках, отток капитала с Кипра усилится, что может спровоцировать кризис ликвидности в банковской системе. Одним словом, кипрская история

может ещё вернуться на рынки, но вряд ли в ближайшие месяцы.

События на Кипре не оказали значимого влияния на динамику долгов проблемных стран... но высветили новую потенциальную проблему - Словению

Испания, 10Y



Италия, 10Y



Португалия, 10Y



Словения, 7Y



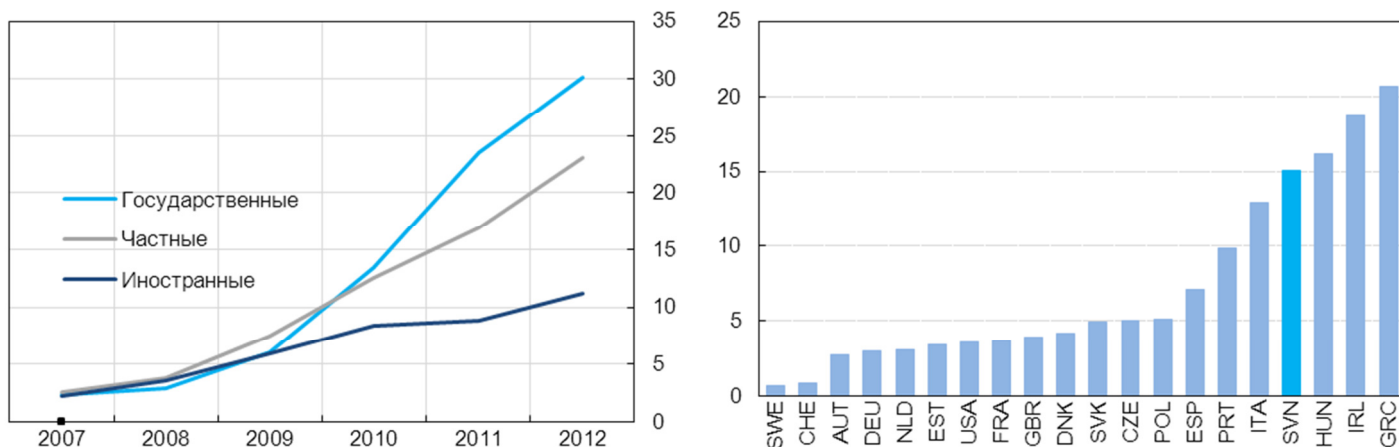
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Кризис на Кипре вновь поставил вопрос, «кто следующий»? Одним из наиболее вероятных кандидатов в этот список является сейчас Словения – небольшая экономика (ВВП – 35 млрд. евро – в семь раз меньше Греции) с относительно невысоким уровнем госдолга (около 60 % ВВП) и относительно приемлемым дефицитом бюджета (5 % ВВП), но с нарастающими проблемами в банковском секторе. Уровень плохих кредитов в банках страны является одним из самых высоких в Еврозоне (выше, чем в Италии, Португалии и Испании), при этом у банков с госучастием (которые, скорее всего, будут спасать в первую очередь) уровень NPL достигает 30 %.

Но, экономика Словении слишком невелика, а её зависимость от финансового сектора несопоставима с Кипром. Поэтому возможный кризис в этой стране и её обращение за помощью в ЕС, скорее всего, окажется даже более локальной историей, чем Кипр.

Мы считаем, что масштабные потрясения в Еврозоне могут начаться лишь в следующем году в случае, если в течение этого года странам региона не удастся остановить рецессию. Последняя макростатистика заставляет смотреть на Европу с изрядной долей пессимизма.

Следующей страной, которую будут спасать, может оказаться Словения

Неработающие кредиты (NPL) в банках Словении,  
% кредитного портфеляДоля неработающих кредитов (NPL) в банковских  
активов европейских стран, % кредитного  
портфеля

Источники: МВФ

### Япония – новый локомотив мировой экономики?

За прошедший месяц произошло ещё одно яркое событие, которое никак нельзя обойти вниманием. Банк Японии расширил программу выкупа долгосрочных облигаций с 3.4 до 7 трлн. йен в месяц (\$ 73 млрд.) и намерен увеличить объем государственных облигаций на балансе с 89 до 190 трлн. йен в течение двух лет. За это же время денежная база должна вырасти со 138 до 270 трлн. йен, а инфляция достигнуть целевых 2 %. Фактически, программа количественного смягчения Банка Японии сопоставима с QE3 ФРС США (\$ 85 млрд. в месяц), притом что экономика Японии почти что втрое меньше экономики США. При этом столь решительные и радикальные шаги в исполнение монетарных властей Японии мы видим впервые за многие десятилетия. Безусловно, это событие из разряда знаковых, и его последствия во многом непредсказуемы, прежде всего, для самой Японии. Что произойдет с иеной, не выйдет ли инфляция из-под контроля, и не произойдет ли вслед за этим крах на рынке госдолга – вопросы, на которые пока нет ответа.

Тем не менее, в текущем моменте действия Банка Японии являются ключевым источником оптимизма в экономике самой страны (судя по индексам PMI, экономическая конъюнктура в Японии резко улучшается) и создают серьёзную поддержку финансовым активам по всему миру (динамика йены – наглядный индикатор масштабного экспорта капитала из Японии).

### США – первый тревожный сигнал

В мартовской стратегии мы отмечали, что начала процесса бюджетной консолидации может оказать охлаждающее влияние на экономику США. Статистика за март отчасти подтверждает эти опасения – в марте мы видели заметное ухудшение деловой конъюнктуры как в промышленности, так и в секторе услуг США (индексы PMI), плюс ко всему – очень слабый отчет по рынку труда (резкое замедление процесса создания новых рабочих мест). Впрочем, эта статистика не помешала фондовому рынку США (индекс S&P500) на вчерашних торгах обновить исторический рекорд (оптимизм на фондовых площадках мы связываем в первую очередь с событиями в Японии, см. выше).

Выводы в отношении экономики США делать пока рано, но тревожный звоночек прозвучал. Макроэкономические риски здесь остаются значимыми.

### *Российский рынок акций: можно ли рассчитывать на восстановление электроэнергетики и металлургии?*

Кирилл Трemasов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

Итоги месяца, прошедшего с момента выхода нашей мартовской Стратегии, оказались удручающим для российского рынка акций. За этот период мы наблюдали настоящий крах в секторе электроэнергетики (соответствующий индекс Московской биржи рухнул на 20 %), очень слабо выглядели металлурги, дружное снижение продемонстрировали нефтегазовые компании.

Электроэнергетика возвращается к уровням, на которых находилась в разгар кризиса 2008/09 гг. Имеет место масштабный выход иностранных инвесторов из сектора. Связано это не столько с общерыночными мотивами (хотя, интерес к России, безусловно, остается подавленным), сколько с драматичными изменениями, произошедшими в отрасли за последние годы. В 2009 г можно было рассчитывать на быстрый отскок, т.к. отрасль находилась в процессе реформы и ожиданиями, связанные с этим процессом, в целом были позитивными. Однако последние два года стали периодом интенсивного изменения регулирования, которые во многом приблизили отрасль к начальному периоду реформирования. Общий негативный фонд усиливается и макроэкономическими рисками – в условиях экономического спада на фоне относительно высокой инфляции одним из инструментов поддержки экономики может стать полное замораживание тарифов. Одним словом, сейчас ситуация в отрасли принципиально отличается (в худшую сторону) от того, что было четыре года назад. Мы не рассчитываем на быстрое восстановление котировок энергетиков, как это было в 2009/10 гг. Электроэнергетика на сегодняшний день – пожалуй, самая малопривлекательная отрасль для инвестиций на российском фондовом рынке.

Динамика металлургического сектора также во многом напоминает 2008/09 гг. Бумаги металлургов за последний месяц обосновались в числе аутсайдеров рынка, что связано как с возрастающим неприятием рисков, так и со слабыми финансовыми результатами и прогнозами, опубликованными рядом компаний сектора. В частности, **Северсталь** (-17.1%) продемонстрировала самый низкий уровень квартальной EBITDA с 2009 года, **НЛМК** (-10.5%) разочаровал прогнозом на следующий квартал, а **Распадская** (-27.3%), акции которой в начале года выглядели лучше рынка, – достаточно высокими издержками и информацией о том, что цена в новых экспортных контрактах лишь немногим превышает себестоимость добычи. Исключением на общем негативном фоне стали бумаги сектора цветной металлургии – **ГМК** (+0.3%) и **UC RUSAL** (+1.2%), продемонстрировавшие на падающем рынке небольшой рост. Если в первом случае такая динамика на фоне бегства от рисков вполне объяснима – акции ГМК являются одной из наиболее надежных «фишек» российского фондового рынка с ожидаемой дивидендной доходностью более 8%, то рост котировок UC RUSAL на фоне снижения цен на алюминий выглядит не очень логично. Вполне возможно, в ближайшем будущем мы узнаем об увеличении доли в компании кем-нибудь из ее крупных акционеров.

Можно ли рассчитывать на быстрое восстановление котировок металлургических компаний? Конечно, ситуация здесь не столь драматична, как в электроэнергетике. Однако, сравнительно с ситуацией четырехгодичной давности, изменения, произошедшие в секторе, также нельзя назвать позитивными для отрасли. В 2009 г. одним из основных факторов восстановления явилось вытеснение менее эффективных иностранных производителей с мировых рынков – российская металлургия в плане эффективности тогда выглядела одним из явных лидеров в мире. Однако опережающий рост издержек, не связанных непосредственно с действиями компаний (тарифы на перевозку и электроэнергию, зарплаты, общий уровень инфляции в стране), значительно сократил конкурентные преимущества российских компаний в мире. Есть два фактора, которые могут поддержать

металлургов, работающих сейчас со средней рентабельностью около 10 % по EBITDA. Первый фактор – это девальвация рубля (15-процентного ослабления курса национальной валюты будет достаточно, чтобы вернуть маржу на среднеисторический уровень – 20-22%). Второй фактор – рост цен на продукцию металлургов на мировых рынках хотя бы на 7-10 %. Реализаций таких сценариев вполне вероятно, однако делать на них ставку достаточно рискованно. Очевидных предпосылок для улучшения конъюнктуры в металлургическом секторе не видно, в то время как факторы, оказывающие давление на издержки, сохраняются.

### Топ-рекомендации

В марте наш список топ-рекомендаций выглядел следующим образом: **МТС, ГМК Норильский Никель, Сургутнефтегаз преф., Э.ОН Россия, АФК Система**. Динамика портфеля с 13.03 по 10.04 представлена ниже.

#### Динамика акций TOP-5

	13.03	10.04	%
ГМК Норникель	5 315	5 330.0	0.3
Сургутнефтегаз, преф	22.35	22.300	-0.2
АФК Система	26.80	26.01	-2.9
Индекс ММВБ	1 496.37	1 425.50	-4.7
МТС	281.0	266.30	-5.2
Э.ОН Россия	2.839	2.588	-8.8

Акции, входящие в список наших топ-рекомендаций, за последний месяц показали в среднем лучшую динамику в сравнении с рынком, но устоять на фоне общего падения рынка смогли лишь **ГМК Норникель** и **префы Сургутнефтегаза**. Мы оставляем акции ГМК в списке топ-рекомендаций, ожидая отсечки по дивидендам за 2012 год и возможного перехода на выплату полугодовых дивидендов, в результате которого поступления акционерам в ближайшие месяцы могут существенно возрасти. По той же причине (высокие дивиденды) мы оставляем в портфеле и привилегированные акции Сургутнефтегаза. В отношении Сургута сохраняется интрига, связанная с публикацией первой за десятилетие отчетности МСФО. Однако, как заявил на днях глава компании В.Богданов, никаких сюрпризов в этой отчетности инвесторы не увидят, результаты компании по МСФО будут близки к данным по РСБУ. Впрочем, как мы неоднократно отмечали ранее, в публикации отчетности по международным стандартам важен сам факт, свидетельствующий о повышении прозрачности эмитента.

Включенная месяц назад в наш портфель **АФК Система** обыграла за этот период рынок, но потеряла порядка 3 % (акции ММК, которые мы исключили из портфеля, рухнули за этот месяц на 16 %). Новостной фон в отношении эмитента за это время был скорее нейтрален. Система представила презентацию своих планов в Индии, подтвердив сокращение инвестиций на этом направлении. Инвесторы оценивают развитие ситуации в Индии, как меньшее из зол, хотя наиболее позитивной новостью для рынка была бы продажа этих активов. Возможно, она и состоится, после выхода проекта в положительную область рентабельности (топ-менеджеры Система обещают добиться этого к концу 2014 – началу 2015 г.). Мы оставляем акции Системы в списке топ-рекомендаций, по-прежнему обращая внимания на существенный по историческим меркам дисконт (около 60 %) между стоимостью основных активов (МТС и Башнефть) и стоимостью холдинга. Мы также ждем приятных сюрпризов от компании в отношении дивидендной политики.

Акции **МТС** в последний месяц были хуже рынка. Наше отношение к ним по-прежнему остается позитивным: высокая дивидендная доходность (около 7 % по локальным акциям) и относительно стабильные денежные потоки – достаточные

аргументы для сохранения акций в портфеле.

Акции **ЭОН Россия** вызывают наибольшие опасения среди всех бумаг, входящих в список наших топ-рекомендаций. Эти опасения связаны с общей негативной ситуацией в отрасли. Однако ЭОН заметно выделяется на общем фоне, т.к. потоки по ДПМ защищают компанию от изменений в регулировании. Помимо этого компания платит дивиденды. В прошлом году на выплаты акционерам было направлено 25% чистой прибыли. Мы полагаем, что по итогам 2012 г компания имеет возможности повысить уровень выплат до 30-35%, что по текущим котировкам приблизит доходность к 4%. В мае также должна быть опубликована новая стратегия компании, направленная на дальнейшее развитие российского подразделения E.ON (ранее предполагалось, что стратегия может появиться уже к концу марта). Пересмотр стратегии на фоне высоких финансовых возможностей (на конец 2012 г. чистый долг компании был отрицательным и составлял 33.1 млрд. руб.) и завершения реализации обязательной инвестиционной программы, вполне оправдан. Мы не ожидаем, что новая стратегия будет агрессивной и, полагаем, что новое направление развития вполне может совмещать создание будущей стоимости, через инвестиции и повышение текущей привлекательности через рост дивидендных выплат. Мы оставляем акции Э.ОН Россия в портфеле, как минимум, до появления обновленной стратегии.

Наш список топ-рекомендаций остается неизменным: **МТС, ГМК Норильский Никель, Сургутнефтегаз преф., Э.ОН Россия, АФК Система**. В целом этот портфель носит скорее защитный характер и ориентирован на получение дохода (в т.ч. высоких дивидендов) в условиях подавленной рыночной конъюнктуры.

## Динамика акций на Московской Бирже

Акции	30.12.2012	13.03.2013	10.04.2013	2012, %	2013, % YtD	13.03-10.04
1 Сбербанк	93.00	104.43	103.37	17.9	11.2	-1.0
2 Сбербанк, преф	67.30	75.25	73.93	13.7	9.9	-1.8
3 ВТБ	0.0536	0.0558	0.0483	-8.6	-10.0	-13.4
4 Газпром	143.68	140.56	129.53	-16.1	-9.8	-7.8
5 Новатэк	346.00	304.05	316.70	-12.2	-8.5	4.2
6 Лукойл	1 999.4	2 003.0	1 948.8	17.4	-2.5	-2.7
7 Роснефть	270.20	246.63	225.95	25.9	-16.4	-8.4
8 Сургутнефтегаз	26.805	29.380	29.944	4.7	11.7	1.9
9 Сургутнефтегаз, преф	19.905	22.350	22.300	21.0	12.0	-0.2
10 Газпромнефть	142.60	140.69	131.95	-4.6	-7.5	-6.2
11 Татнефть	218.25	213.03	194.99	35.8	-10.7	-8.5
12 Татнефть, преф	106.05	111.99	107.36	20.5	1.2	-4.1
13 Башнефть	1 760.1	2 120.0	1 960.0	31.2	11.4	-7.5
14 Башнефть, преф	1 332.2	1 465.0	1 300.1	24.4	-2.4	-11.3
15 Транснефть, преф	68 000	70 300	66 900	37.1	-1.6	-4.8
16 ГК Норникель	5 609.0	5 315.0	5 330.0	13.1	-5.0	0.3
17 РУСАЛ	191.21	167.49	169.52	-2.4	-11.3	1.2
18 Северсталь	369.1	327.2	271.2	1.2	-26.5	-17.1
19 НЛМК	61.13	55.80	49.96	-2.7	-18.3	-10.5
20 ММК	10.396	9.388	7.863	-15.9	-24.4	-16.2
21 Мечел	206.00	162.50	147.80	-23.7	-28.3	-9.0
22 Мечел, преф	119.20	103.00	78.48	-41.3	-34.2	-23.8
23 Распадская	58.00	64.98	47.19	-41.8	-18.6	-27.4
24 ТМК	91.86	92.74	85.08	26.2	-7.4	-8.3
25 Уралкалий	234.75	231.74	233.5	0.5	-0.5	0.8
26 Акрон	1 400.1	1 435.4	1 340.0	6.4	-4.3	-6.6
27 Фосагро	1 246.9	1 328.0	1 303.0	52.1	4.5	-1.9
28 ФСК ЕЭС	0.2017	0.1849	0.1326	-28.2	-34.3	-28.3
29 Холдинг МРСК	1.960	1.915	1.463	-14.8	-25.4	-23.6
30 Холдинг МРСК, преф	1.220	1.171	0.989	-12.1	-18.9	-15.6
31 Русгидро	0.7393	0.6770	0.5372	-24.0	-27.3	-20.6
32 ИнтерРАО	0.0248	0.0208	0.0146	-28.7	-41.1	-29.8
33 Э.ОН Россия	2.615	2.839	2.588	21.6	-1.0	-8.8
34 Энеп-ОГК5	1.623	1.620	1.390	-10.8	-14.4	-14.2
35 МТС	246.00	281.00	266.30	34.3	8.3	-5.2
36 Мегафон	723.00	923.00	915.40	-	26.6	-0.8
37 Ростелеком	120.46	119.61	116.2	-20.8	-3.5	-2.9
38 Ростелеком, преф	90.49	93.43	81.99	-5.0	-9.4	-12.2
39 Система	25.49	26.80	26.01	8.5	2.1	-2.9
40 Магнит	4 847.5	5 875.3	6 435.0	74.2	32.7	9.5
41 Дикси	407.39	444.0	403.1	38.6	-1.1	-9.2
42 М-Видео	241.99	275.0	242.1	33.4	0.0	-12.0

Источники: Московская биржа, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

**Металлургия: назад в 2009-й?**

Юрий Волков, CFA  
Volov\_YM@nomos.ru

Динамика акций металлургических компаний в марте и начале апреля инвесторам со стажем живо напомнила 2009 год. Большинство бумаг обновило свои многолетние минимумы, а ряд компаний сектора отчитались о самых слабых с 2009 года финансовых результатах. Отличается ли нынешнее состояние отрасли от ситуации четырехлетней давности?

На первый взгляд, да. В начале 2009 года, в разгар мирового финансово-экономического кризиса, многие российские компании, сталкиваясь с очень слабым спросом как внутри РФ, так и за рубежом, работали с загрузкой мощностей в 50-60%, что, естественно, негативно сказывалось на их удельных издержках. Да и цены на сталь на внешних рынках были примерно на 40% ниже нынешних. Впрочем, уже и тогда было понятно, что ситуация с недогрузкой мощностей носит временный характер, а российские компании должны воспользоваться своими конкурентными преимуществами на мировых рынках и вытеснить зарубежных конкурентов с более высокими затратами.

Основные индикаторы рынка стали в 2009 и 2012-2013 гг.

\$/тонна	1 кв. 09	2 кв. 09	4 кв. 12	1 кв. 13
Курс рубля	34.4	32.3	31.1	30.4
HRC, экспорт fob	401	417	531	583
HRC, РФ exw	399	403	515	510
Кокс. уголь, РФ exw	51	48	114	119
ЖР концентрат, РФ exw	31	32	79	92

Источники: Bloomberg, Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Сейчас мало кто из металлургов работает с загрузкой менее 90% мощностей, но за последние 4 года их конкурентные преимущества на глобальном рынке стали уже не столь очевидными. Курс рубля по итогам 1-ого квартала 2013 года был более чем на 10% выше уровней четырехлетней давности, а накопленная инфляция за этот период превышает 29%, если принимать во внимание индекс потребительских цен, и более 67% по ценам производителей.

В результате, из-за возросших издержек рентабельность непосредственно российских активов вполне сопоставима с уровнями 2009 года (правда, при более существенных объемах продаж), а надежды на ее увеличение связаны не с вытеснением с рынка неэффективных зарубежных конкурентов (как в 2009-м), а с событиями, находящимися за пределами контроля металлургов – возможным ослаблением рубля и/или оживлением мирового спроса.

Основные финансовые показатели металлургических компаний

	1 кв. 09	2 кв. 09	4 кв. 12	1 кв. 13 П
Северсталь				
EBITDA, \$ млн.	-156	-5	347	417
Рентабельность, %	-5.6	-0.2	11.1	13.0
EV/EBITDA*	н/д	н/д	11.1	8.5
НЛМК				
EBITDA, \$ млн.	202	229	390	319
Рентабельность, %	24.8	28.1	13.9	12.0
EV/EBITDA*	10.2	14.0	9.8	12.2
ММК				
EBITDA, \$ млн.	115	186	278**	260
Рентабельность, %	11.9	17.9	13.4**	12.5
EV/EBITDA*	7.2	7.7	6.9	7.0

\*- EBITDA за последний квартал в годовом выражении

\*\*-прогноз

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Впрочем, по ряду моментов нынешняя ситуация все же заметно лучше кризисной ситуации 2009-го. Четыре года назад доступ к внешнему финансированию для российских металлургов был практически закрыт, в то время как у ряда компаний сектора (Evraz, Северсталь) долговая нагрузка находилась на достаточно высоких уровнях. Сейчас общий размер долга не уменьшился (более того, нарастили заимствования НЛМК и ММК, встретившие кризис почти без долгов), но все компании имеют доступ к относительно недорогому финансированию, как через банковские займы, так и посредством публичных долговых инструментов.

Во-вторых, масштабные инвестиционные проекты, связанных с идеями «тучных» 2007-2008 и 2010-2011 гг., в основном, завершены и большинство компаний сектора фокусируются на увеличении свободного денежного потока и сравнительно небольших проектах, направленных, в основном, на снижение затрат, чего от них и ждет рынок.

В 2009-м сектору удалось восстановиться за счет улучшения ситуации в мировой экономике – уже к осени 2009 г. экспортные цены на сталь поднялись примерно на 40% по сравнению с уровнями начала года на фоне восстановления спроса и сокращения предложения, а акции металлургических компаний за год подорожали в 2.5-4 раза. Сейчас рассчитывать на масштабное оживление рынка за столь короткие сроки, похоже, не приходится – сокращение выпуска в мире идет крайне медленно, а существенного роста спроса, похоже, уже никто не ждет. Однако при рентабельности в 11-13% и долговой нагрузке в 2.0-3.5 EBITDA даже небольшое улучшение внешней конъюнктуры может улучшить финансовые показатели компаний сектора на десятки процентов. Кроме того, металлургический сектор может стать одним из главных бенефициаров от ожидаемого смягчения денежно-кредитной политики российского ЦБ, выигрывая одновременно от более слабого рубля, снижения процентных ставок (долг составляет от 1/3 до 2/3 рыночной стоимости капитала компаний «большой четверки») и стимулирования роста внутреннего рынка.

### Электроэнергетика: шаг в обратном направлении

Акции сектора энергетических компаний по-прежнему находятся под давлением. Текущая стоимость большинства компаний сектора находится на уровне конца 2009 г., отдельные представители сектора уже близки к минимумам 2008 г.

Сохранение негативной динамики во многом отражает проводимую «перезагрузку» регулирования. Последние два года стали периодом интенсивного изменения регулирования, которые во многом приближают отрасль к начальному периоду реформирования. То же происходит и с оценкой компаний. Но если ранее в оценку включались позитивные ожидания от введения свободных механизмов ценообразования, рост конкуренции и т.д., то текущие ожидания напротив связаны с продолжающейся консолидацией и сдерживанием роста цен.



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

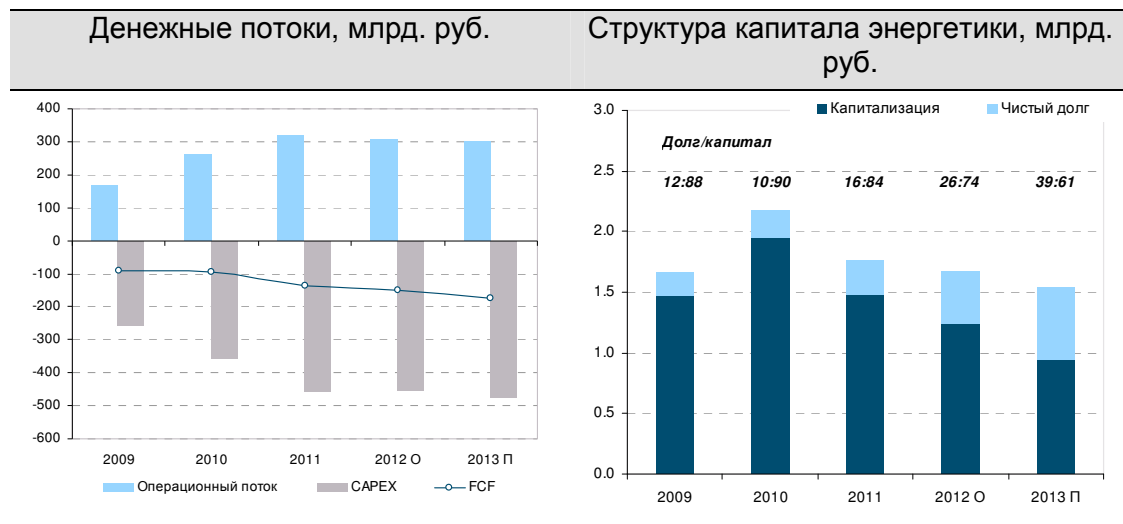
Наряду с отклонением роста финансовых результатов от ожидаемых в 2009 г, за последние два года довольно существенно изменилась структура капитала компаний. В условиях ослабляющейся макроэкономической конъюнктуры новые вызовы для компаний сектора могут оказаться более серьезными, чем мы наблюдали в 2008-2009 гг. Кроме того, 2013-2014 гг, когда должны были завершиться основные стройки, скорее всего, так и не станут началом высоких выплат по дивидендам. Таким образом, как мы полагаем, с точки зрения тарифной модели рынка, текущая оценка компаний вполне оправданна. В ближайшие 2-3 месяца ожидаются важные решения по новой стратегии сетевых компаний, новой модели рынка. Мы по-прежнему полагаем, что сейчас лучше воздержаться от покупки акций компаний сектора.

### Фундаментальная оценка, что изменилось?

#### Инвестиции и структура капитала

Формально первые механизмы позволяли ожидать высокой отдачи от вложенного капитала, как за счет созданных правительством гарантированных поступлений в виде ДПМ и РAB, так и за счет роста маржи на рынке электроэнергии. Предполагалось, что огромный объем инвестиций, который предстояло освоить энергетическим компаниям, не сильно повлияет на уровень долга. Включение в тариф/цену инвестиционной составляющей частично сглаживало риски временных моделей (таких как перекрестное субсидирование). В 2011-2012 гг методологии были пересмотрены, и, как следствие, инвестиционные составляющие снижены. В совокупности с введением ограничений по росту цен, новые правила привели к снижению маржинальности работы практически во всех сегментах рынка. Выпадение доходов вынудило

компаниям более активно выходить на рынок долга. Соответственно, новые механизмы напротив усиливают риски временных моделей, а обозначенные инвестиции приводят к увеличению долгового финансирования. По нашим оценкам, с 2009 г. доля долга в капитале крупнейших компаний энергетического сектора увеличилась с 12 до 26%. Исходя из ожидаемого увеличения внешних займов в 2013 г. доля долга может приблизиться к 40%.



Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

## Дивиденды 2012

Как в начале реформы, так и сейчас российская энергетика выплачивает весьма скромные дивиденды. Целевым уровнем по дивидендам для энергетиков, как для госкомпаний, может стать 25%. С учетом проводимой консолидации, новый целевой уровень может затронуть большую часть компаний сектора. Между тем, мы полагаем, что факт роста долга компаний и проводимая политика по сдерживанию цен на электроэнергию, не позволят компаниям резко увеличить размер выплат. Соответственно, среди наиболее ликвидных компаний сектора, лишь малое число на интервале 2013-2014 гг. смогут повысить дивидендную доходность с текущих 0-2%.

### Дивидендные выплаты

	2011		2012	
	в % к ЧП	Доходность, %	в % к ЧП	Доходность, %
РусГидро	8.2	0.9	12.0	1.0
ИнтерРАО			15.0	0.4
Э.ОН Россия	25.0	2.2	35.0	4.0
ФСК	0.0	0.0	5.0	0.5
ОГК-2	5.0	0.2	5.0	0.6
МОЭСК	7.0	1.6	10.0	2.4
МРСК Центра	8.0		10.0	1.6
МРСК Волги	15.3	1.0	15.0	1.6

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48  
 Факс. (495) 797-52-48  
 research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов  
 Tremasov\_KV@nomos.ru

**ТЭК**

Михаил Лямин  
 Lyamin\_MY@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Воллов, CFA  
 Volov\_YM@nomos.ru

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA  
 Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов  
 Tremasov\_KV@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов  
 Tremasov\_KV@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова  
 Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев  
 IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров  
 Egorov\_AVi@nomos.ru

Александр Полютков  
 Polyutov\_AV@nomos.ru

Елена Федоткова  
 Fedotkova\_EV@nomos.ru

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

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

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