

## Рисков меньше не становится

- За последний месяц настроения на мировых рынках ухудшились, что связано с рядом факторов: негативные итоги выборов в Италии, секвестр расходов американского бюджета, тревожная макро статистика из Китая. Все эти факторы будут оставаться в центре внимания инвесторов и в ближайший месяц.
- Мировая экономика в первом квартале выглядит в целом лучше, чем в конце прошлого года, однако улучшение в основном обусловлено уверенным подъемом американской экономики. Если здесь появятся признаки охлаждения (они могут быть связаны с бюджетными вопросами), то это станет спусковым крючком для коррекции не только в США, но и на всех мировых фондовых и сырьевых площадках.
- Мы считаем, что сейчас не время рисковать, и по-прежнему рекомендуем фокусироваться на акциях стабильных компаний с устойчивыми денежными потоками и высокими дивидендами. Мы убрали из нашего списка топ-рекомендаций акции ММК, заменив их бумагами АФК Система. Наш топ-5 выглядит следующим образом: **МТС, АФК Система, Сургутнефтегаз преф., Э.ОН Россия, ГМК Норильский Никель.**

*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
Рисков меньше не становится	9
Российский рынок акций: отраслевые предпочтения не меняются	12
Металлургия: повторится ли сценарий двух последних лет?	16

### 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 \$ 603 млрд., а объем бумаг в свободном обращении – около \$ 178 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 **1750** пунктов. Таким образом, потенциал роста до своих справедливых значений составляет для индекса ММВБ около **17%**, для индекса РТС – около **14%**.

Основные мультипликаторы, с которыми торгуются покрываемые наши акции:

P/E13 – **5.7**

EV/EBITDA13 – **3.4**

Средняя ожидаемая дивидендная доходность (дивиденды за 2012г к текущей капитализации) российского рынка акций составляет **3.7%**.

## Целевые уровни и рекомендации

Эмитент	Текущая цена, \$	Целевой уровень, \$	Потенциал %	Рекомендация	Мсар, \$ млн.	Net debt, \$ млн.	EV, \$ млн.
ММК	0.31	0.74	137	Покупать	3 473	3 586	7 059
Сургутнефтегаз	0.90	1.56	73	Покупать	32 251	-31 910	5 600
Акрон	47.1	76.8	63	Покупать	1 908	1 112	3 020
НЛМК	1.86	2.95	59	Покупать	11 124	3 470	14 594
Евраз	3.88	5.74	48	Покупать	5 190	6 070	11 260
Мечел	5.48	8.07	47	Покупать	2 281	9 573	11 854
Распадская	2.09	3.05	46	Покупать	1 628	406	2 034
РУСАЛ	5.38	7.79	45	Покупать	8 180	10 829	19 009
Энел ОГК-5	0.0531	0.0696	31	Покупать	1 876	856	2 732
Э.ОН Россия	0.0909	0.110	21	Покупать	5 728	-959	4 769
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	1 638	35 817
ИнтерРАО	0.0007	0.0009	38	Держать	6 510	-1 076	5 434
РусГидро	0.0221	0.030	36	Держать	6 407	2 833	9 240
ТНК-ВР Холдинг, п.а.	1.54	1.90	23	Держать	693		
Банк Возрождение	19.13	22.89	20	Держать	454		
Башнефть	55.50	65.40	18	Держать	9 444	2 346	11 790
МРСК Центра	0.02	0.0230	17	Держать	829	577	1 406
ТНК-ВР Холдинг	1.94	2.24	16	Держать	29 033	-947	28 779
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		
МРСК Урала	0.0072	0.0078	9	Держать	626	205	831
Сбербанк, п.а.	2.47	2.68	8	Держать	2 475		
Башнефть, п.а.	41.25	44.50	8	Держать	1 428		
Роснефть	8.25	8.87	8	Держать	87 430	72 800	160 230
ОГК-2	0.0125	0.0133	7	Держать	739	651	1 390
Татнефть	6.98	7.50	7	Держать	15 217	2 105	17 840
ТМК	14.21	15.12	6	Держать	3 076	3 656	6 732
Северсталь	10.84	11.52	6	Держать	9 010	3 983	12 993
Сбербанк	3.5	3.6	3	Держать	74 491		
МРСК Волги	0.00	0.0028	1	Держать	493	155	648
Фосагро	42.70	42.6	0	Держать	5 315	341	5 656
ГМК	177	173	-2	Держать	33 711	2 893	36 604
МОЭСК	0.05	0.0480	-8	Держать	2 537	1 321	3 858
МРСК Центра и Приволжья	0.01	0.0059	-11	Держать	748	597	1 345
ФСК ЕЭС	0.0061	0.0071	16	Продавать	7 649	4 003	11 652
Холдинг МРСК	0.06	0.0668	7	Продавать	2 675	4 798	7 473
Банк С.-Петербург	1.46	1.42	-3	Продавать	440		

## 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	15.9	13.8	11.3	10.0	3.6	2.1
<b>Газовые компании</b>	<b>9.3</b>	<b>8.3</b>	<b>6.8</b>	<b>6.1</b>	<b>6.4</b>	<b>4.2</b>
Роснефть	9.1	5.3	7.9	5.0	3.7	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	3.3	3.7	2.1	2.3	21.6	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>5.3</b>	<b>5.1</b>	<b>3.5</b>	<b>3.2</b>	<b>11.4</b>	<b>8.6</b>
Северсталь	11.8	11.9	6.1	6.2	7.2	0.7
НЛМК	14.6	16.0	8.2	7.6	1.4	3.2
ММК	19.6	10.9	5.1	4.6	13.4	7.3
Евраз	80.0	15.8	6.2	5.5	7.3	5.8
<b>Черная металлургия</b>	<b>31.5</b>	<b>13.7</b>	<b>6.4</b>	<b>5.9</b>	<b>7.3</b>	<b>4.2</b>
Мечел	-5.7	-10.2	7.6	7.1	4.7	-17.7
Распадская	214.1	-121.0	11.4	11.6	-22.4	2.2
<b>Уголь</b>	<b>104.2</b>	<b>-65.6</b>	<b>9.5</b>	<b>9.4</b>	<b>-8.9</b>	<b>-7.8</b>
ТМК	11.1	8.5	6.6	6.3	6.8	11.2
<b>Трубные компании</b>	<b>11.1</b>	<b>8.5</b>	<b>6.6</b>	<b>6.3</b>	<b>6.8</b>	<b>11.2</b>
ГМК	10.5	9.8	7.1	6.8	5.1	5.5
РУСАЛ	-148.7	13.7	20.8	13.1	4.8	14.1
<b>Цветная металлургия</b>	<b>-69.1</b>	<b>11.7</b>	<b>13.9</b>	<b>9.9</b>	<b>4.9</b>	<b>9.8</b>
Акрон	7.5	7.4	5.5	5.7	19.5	3.2
Фосагро	8.9	9.3	5.1	5.3	9.1	10.7
<b>Мин. удобрения</b>	<b>8.2</b>	<b>8.3</b>	<b>5.3</b>	<b>5.5</b>	<b>14.3</b>	<b>7.0</b>
Э.ОН Россия	10.5	11.5	5.3	5.5	7.1	7.0
Энел ОГК-5	9.1	7.8	5.7	5.2	0.0	4.4
ИнтерРАО	-15.2	19.9	5.9	4.4	-16.0	-15.3
РусГидро	24.7	10.3	4.6	3.9	-15.9	-9.3
ОГК-2	16.4	11.0	4.8	4.1	-8.3	-67.5
<b>Генерация</b>	<b>9.1</b>	<b>12.1</b>	<b>5.3</b>	<b>4.6</b>	<b>-6.6</b>	<b>-16.1</b>
Холдинг МРСК	5.3	4.5	2.0	1.8	-45.0	-55.1
ФСК ЕЭС	27.5	20.3	5.2	4.6	-34.8	-30.8
МРСК Волги	4.7	3.4	2.5	1.9	-30.4	-80.2
МРСК Урала	11.0	4.6	3.5	2.4	-37.9	-0.1
МОЭСК	10.3	7.5	4.0	3.4	-18.2	-17.3
МРСК Центра и Приволжья	9.6	6.7	5.0	4.3	-3.0	-4.4
МРСК Центра	6.2	3.8	3.0	2.4	-12.0	-6.8
<b>Сети</b>	<b>10.7</b>	<b>7.3</b>	<b>3.6</b>	<b>3.0</b>	<b>-25.9</b>	<b>-27.8</b>

	P/E		P/BV		ROAE, %	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Сбербанк	6.5	6.9	1.4	1.2	24.7	18.9
ВТБ	9.9	5.0	0.9	0.7	9.8	16.4
Банк С.-Петербург	4.8	3.0	0.3	0.3	7.1	10.7
Банк Возрождение	5.1	3.3	0.7	0.6	14.3	18.7
<b>Банки</b>	<b>6.6</b>	<b>4.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>14.0</b>	<b>16.2</b>

## Дивиденды

	Div 2011		Div 2012П	
	руб. на акц.	% к цене	руб. на акц.	% к цене
Башнефть, п.а.	99	7.8	134	10.6
Татнефть, п.а.	7.08	6.6	9.95	9.2
ГМК	196	3.7	447	8.4
Сургутнефтегаз, п.а.	2.15	10.2	1.75	8.4
Башнефть	99	5.8	134.	7.9
Газпром	8.97	6.3	9.79	6.9
Фосагро	57.5	4.3	70	5.3
Газпром нефть	7.3	5.0	7.77	5.3
Татнефть	7.08	3.3	9.95	4.6
Лукойл	75	3.7	90.2	4.4
Акрон	175	12.2	60	4.2
Сбербанк, п.а.	2.59	3.4	3.04	4.1
ММК	0	0.0	0.36	3.8
НЛМК	2	3.6	2	3.6
Северсталь	15.1	4.7	10.6	3.3
Евраз	15.87	13.8	3.421	3.0
Роснефть	7.5	3.0	7.46	2.9
Э.ОН Россия	0.0578	2.0	0.07	2.5
Сбербанк	2.08	2.0	2.43	2.3
ТМК	3.63	0.9	9.92	2.3
Распадская	5	7.7	1.5	2.3
НОВАТЭК	6	1.7	7.77	2.2
Сургутнефтегаз	0.6	2.2	0.52	1.9
ВТБ	0.00088	1.6	0.00058	1.0
Транснефть, п.а.	716	1.0	594.0	0.9
РусГидро	0.0078	1.2	0.005	0.7
Банк С.-Петербург	0.11	0.3	0.10	0.2
Банк Возрождение	11.8	2.0	1.16	0.2

## 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	2 153	2 470	3 169	3 589	1 214	718	1 511	2 252
Роснефть	9 587	16 527	20 196	32 102	3 228	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	9 059	7 978	13 593	12 426	6 274	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	764	697	1 789	1 925	153	356	1 829	1 405
ММК	177	317	1 394	1 548	466	255	816	839
Евраз	65	328	1 821	2 055	377	299	1 093	1 069
Мечел	-499	-279	1 563	1 669	108	-404	1 153	1 109
Распадская	8	-13	178	175	-365	36	101	115
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	598	572	1 114	1 072	486	569	401	289
Э.ОН Россия	547	497	900	871	409	401	387	302
Энел ОГК-5	207	240	480	530	-1	83	474	285
ИнтерРАО	-429	327	917	1 249	-1 039	-994	1 719	1 060
РусГидро	260	621	2 018	2 382	-1 016	-596	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	11 273	10 671	51 989	60 713	28 333	30 191	26 984	28 937
ВТБ	1 905	3 790	20 032	26 070	8 000	11 465	5 556	6 592
Банк С.-Петербург	88	141	1 256	1 377	349	435	239	258
Банк Возрождение	89	139	671	812	389	505	273	328

*Последние обзоры НОМОС-БАНКа*

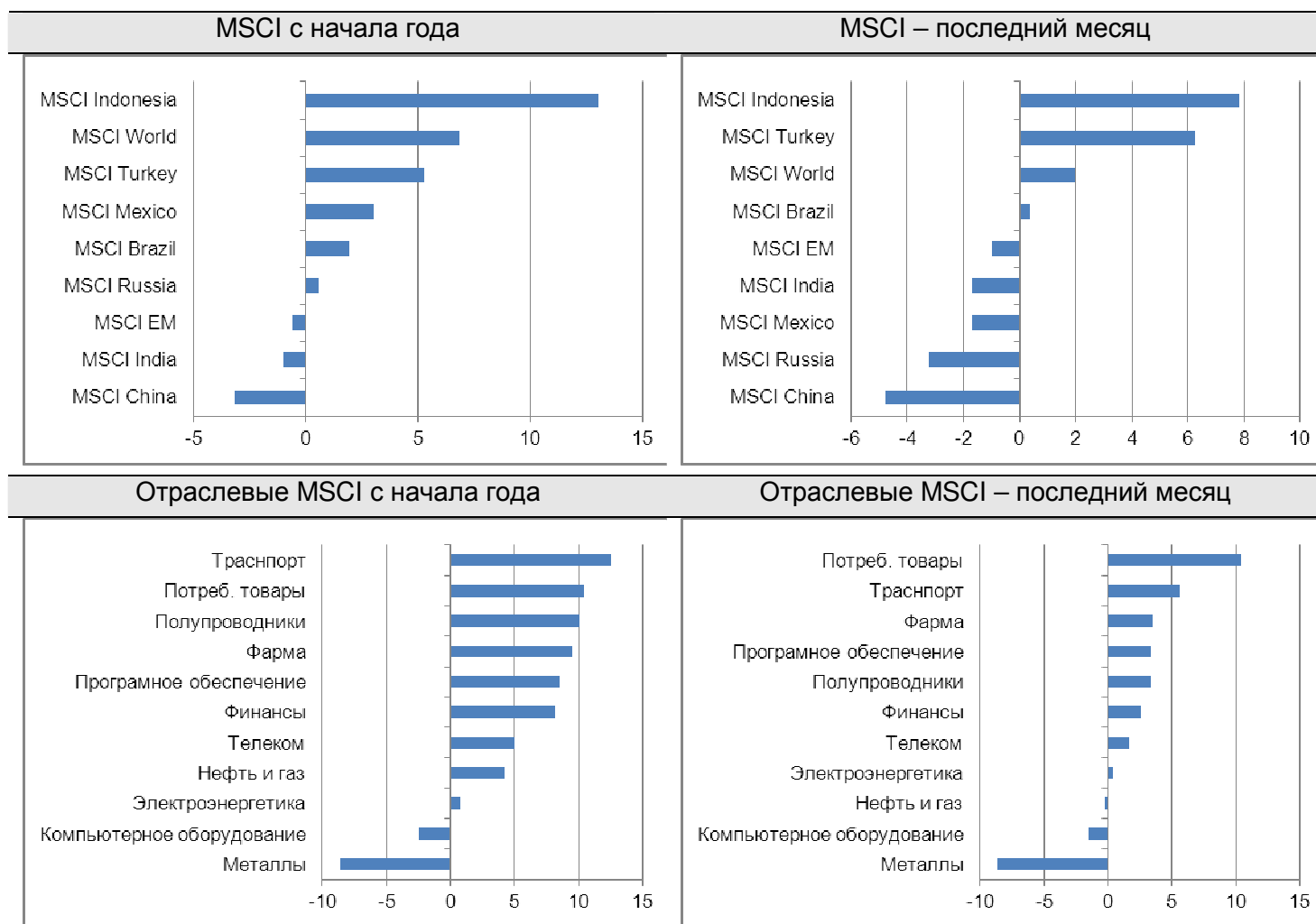
- 11.03.2013** PMI MONITOR. Мировая экономика в феврале: ускорение в США компенсировало слабость Китая и Еврозоны
- 08.02.2013** Стратегия - февраль. Начало года: осторожный оптимизм
- 06.02.2013** PMI MONITOR. Мировая экономика в январе: восстановление продолжается
- 18.12.2012** Стратегия 2013: Пик 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 - делая 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
- 27.04.2012** Стратегия май: пациент требует новой инъекции

**Рисков меньше не становится**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

Юрий Волков, CFA  
Volov\_YM@nomos.ru

Последний месяц, как мы и предполагали, оказался слабым для российского рынка акций. Снижение показали большинство развивающихся рынков, при этом российский оказался в аутсайдерах (см. графики ниже). Как мы уже отмечали в февральской стратегии, причина нашего отставания кроется не столько в страновых предпочтениях, сколько в отраслевой структуре российского рынка акций, где явный перевес имеют сырьевые сектора, не пользующиеся сейчас большим спросом у инвесторов. Глобальные фонды по-прежнему проявляют повышенный интерес к потребительскому сектору и высокотехнологичным компаниям, а здесь России особо нечего предложить.



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Продолжается уверенный подъем на американском фондовом рынке, что в полной мере согласуется с макроэкономической картиной. США – это сейчас, пожалуй, единственная крупная экономика, демонстрирующая устойчивый рост. В Еврозоне мы лишь видим первые признаки стабилизации экономической ситуации, но говорить о выходе региона из рецессии пока не приходится. В феврале вновь напомнили о себе политические риски Европы. Мы имеем ввиду неудачные итоги выборов в Италии, где левоцентристы во главе с Берсани, хотя и одержали победу, но набранных голосов оказалось недостаточно для формирования правительства. При этом неожиданно сильная «третья сила» (Грилло) пока ни с кем блокироваться не хочет. В результате, если и удастся сформировать коалиционное правительство, его способность принимать жесткие решения без оглядки на популистские требования окажется под вопросом. Доходность итальянских 10-летних облигаций, приближавшаяся в начале года к 4 %, после выборов подскочивала до 5 %. Скорее всего, Италии

ещё преподнесёт неприятные сюрпризы для рынков в ближайшие месяцы.

Китай после бурного оживления в конце прошлого года вновь стал подавать сигналы замедления. При этом власти КНР не проявляют видимого беспокойства из-за замедления роста экономики. В Китае был снижен многолетний таргет по инфляции (с 4 до 3.5%), а новый глава НБК заявил о повышенном внимании к инфляции, отметив, что сейчас денежно-кредитная политика в Китае нейтральна, хотя ранее характеризовалась денежными властями, как мягкая. Иными словами, констатируется ужесточение кредитно-денежной политики.

Тревогу вызывает резкое снижение спроса со стороны Китая по широкому кругу сырьевых товаров (см. табл.). На наш взгляд, именно опасения, связанные с Китаем, оказывают сейчас давление на сырьевые рынки. При этом ситуация меняется достаточно быстро – ещё в середине февраля котировки Urals превышали \$ 117, сейчас же российская нефть котируется чуть выше \$ 105. Снижение на 10 % за месяц – это достаточно резкое движение, которое может быть предвестником больших неприятностей.

#### Динамика внешнеторговых показателей Китая, % г/г

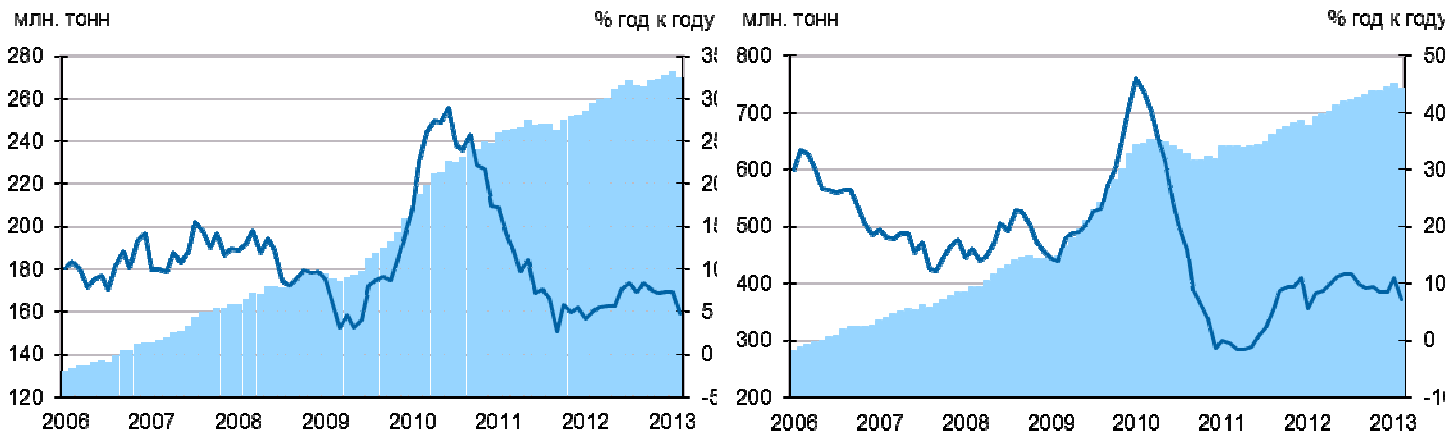
	2 0 1 1	2012	Янв.-фев. 2013
Экспорт	20.3	8.0	23.6
Импорт	24.9	4.2	5.0
нефть	5.5	7.3	-2.4
ЖРС	11.0	8.5	-1.9
удобрения	10.6	6.2	-23.7
медь	-1.1	22.3	-27.8
уголь	10.2	57.7	34.2

Источник: Reuters

#### Импорт основных видов сырья Китаем упал в начале года

Импорт нефти\*

Импорт ЖРС\*



\* - накопленным итогом за 12 мес.

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

В феврале реализовался ещё один неприятный сценарий, связанный с США. Как и предполагалось, двум ключевым партиям не удалось договориться об отмене секвестра американского бюджета, и он вступил в силу с 1 марта. Согласно достигнутым ранее договоренностям, сокращению в равной мере подвергнутся оборонные и не оборонные статьи бюджета на общую сумму в \$85 млрд. до конца 2013 года, что сократит дефицит бюджета 2013 с запланированных \$ 0.9 трлн. примерно на 10%. Для оборонных статей бюджета сокращение составит 7.3%, для программы медицинского страхования населения старшего возраста (Medicare) - 2%, сокращение не затронет

социальных платежей и программы медицинской помощи нуждающимся Medicaid, на долю которых приходится около 1/3 федерального бюджета США, но затронет ряд других статей на усмотрение Правительства, среди которых могут быть расходы на образование, энергетику, ФБР, пограничную охрану и некоторые другие расходы.

Объективно говоря, размер сокращения бюджетных расходов невелик – в общем объеме бюджета до конца 2013 г. указанные сокращения составят менее 3%. Драматичного влияния на экономику США секвестр бюджетных расходов оказать не должен, но действия правительства могут негативно повлиять на настроения бизнеса. Инвесторы будут пристально следить за статистикой по США в марте-апреле, и если выходящие цифры дадут хотя бы намек на ухудшение экономической конъюнктуры, то это, скорее всего, станет поводом для уже назревшей коррекции американского фондового рынка, растущего фактически без откатов с осени прошлого года.

Одним словом, рисков меньше не становится, и в этих условиях мы, по-прежнему, рекомендуем избегать высоких рисков, фокусируясь на акциях стабильных компаний с устойчивыми денежными потоками и высокими дивидендами.

*Российский рынок акций: отраслевые предпочтения не меняются*

Кирилл Трemasов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

За последний месяц, прошедший с момента публикации нашей февральской Стратегии, российский рынок акций продемонстрировал умеренно-негативную динамику. Индекс ММВБ с 7 февраля по 13 марта снизился на 1.9 % (+1.5 % с начала года), при этом отраслевая динамика вновь была крайне неоднородной. Настоящий обвал испытали акции металлургических компаний и сектор электроэнергетики: здесь потери исчислялись двузначными цифрами, например, **Мечел** (-18 %) или **ИнтерРАО** (-15.5 %). Можно констатировать, что наша основная рекомендация, высказанная месяц назад – «избегать рисков» – оказалась верной.

Под давление оказался и нефтегазовый сектор. Здесь в аутсайдерах оказались **Роснефть** (-3.6 %) и **Сургутнефтегаз** (-3.6 %). В февральской стратегии мы выражали настороженное отношение к этим бумагам, отмечая, что Роснефть выглядит неоправданно дорогой относительно **Лукойла** (+0.1 %) и сектора в целом, а Сургутнефтегаз, который в ближайшее время должен опубликовать первую за многие годы отчетность по МСФО, может преподнести неприятные сюрпризы в этой отчетности. Мы по-прежнему считаем ставку на акции Сургутнефтегаза, связанную с публикацией МСФО, высоко рискованной, предпочитая дожидаться самого факта выхода отчетности. Если неприятных сюрпризов не будет, то переоценка компании может оказаться весьма существенной, так что, даже упустив часть прибыли, будет возможность заработать. Но это уже будут инвестиции с более приемлемым риском. **Префы Сургутнефтегаза** (-1.6 %), достигавшие в начале года шестилетних максимумов, выглядели в последний месяц лучше обыкновенных акций; с начала года они также обыгрывают «обычку» (+12.3 % против +9.6 %). Это привычная картина для данной пары в начале года, когда инвесторы проявляют повышенный интерес к дивидендным бумагам. Ожидаемая дивидендная доходность по префам Сургута составляет 6-8 %, что является одним из самых высоких показателей на рынке. Если Вы желаете инвестировать в Сургутнефтегаз, то в настоящий момент лучше выбирать привилегированные бумаги. Среди нефтегазовых акций, показавших за последний месяц положительную динамику, выделяются акции **Башнефти** обыкновенные (+5.2 %) и привилегированные (+1.9 %) и **префы Татнефти** (+4.3 %). Мы неоднократно отмечали, что эти акции характеризуются высокой ожидаемой дивидендной доходностью (7-8 % по префам и 5-6 % по «обычке»), и этот фактор, по-видимому, играет ключевую роль в их динамике в настоящий момент.

Героями прошедшего месяца стали акции мобильных операторов – **МТС** и **Мегафон**, показавшие одинаковый рост на 8.9 %. Эти же бумаги в лидерах и с начала года (+14.2 % и +27.7 % соответственно).

Сохранил позитивную динамику и сектор розничной торговли, хотя рост резко замедлился: **Магнит** (+0.9 %).

Отношение инвесторов к банковскому сектору, по нашим наблюдениям, также становится более осторожным. Прежде всего, это связано с фундаментальными процессами в секторе: на фоне высокой стоимости ресурсов процентная маржа постепенно сокращается, прибыли падают (в январе-феврале: -17 % г/г по сектору в целом). Перегретый сектор потребительского кредитования также внушает определённую тревогу. Высокие темпы роста портфеля потребительских кредитов (+39.1 % г/г на 1 марта) маскируют реальный уровень плохих долгов, но как только рост замедлится высокая просрочка может стать реальной проблемой. На этом фоне **Сбербанк** за последний месяц продемонстрировал негативную динамику (-1.2 %), хотя с начала года остается одним из лидеров рынка (+12.3 %).

Резюмируя итоги последнего месяца, можно констатировать, что все основные тенденции, которые мы выделяли месяц назад, сохранились. Эти тенденции,

прежде всего:

- неприятие высоких рисков
- охлаждающий интерес к сырьевым компаниям
- потеря интереса к сектору электроэнергетики
- высокий спрос в телекомах и розничных сетях
- спрос в дивидендных акциях

Мы полагаем, что принципиальных изменений в настроениях рынка в марте-апреле не произойдет, и, исходя из этого предположения, формируем список наших топ-рекомендаций.

### Топ-рекомендации

В феврале наш список топ-рекомендаций выглядел следующим образом: **МТС, ГМК Норильский Никель, Сургутнефтегаз преф., Э.ОН Россия, ММК**. Динамика портфеля с 7.02 по 13.03 представлена ниже.

#### Динамика акций

	7.02	13.03	%
МТС	258.0	281.0	8.9
Э.ОН Россия	2.867	2.839	-1.0
Сургутнефтегаз, преф	22.70	22.35	-1.6
Индекс ММВБ	1 525.88	1 496.37	-1.9
ММК	10.31	9.39	-9.0
ГМК Норникель	5 935	5 315	-10.4

Явным успехом стало включение в портфель акций МТС, в то время как акции ГМК Норильский Никель, также включенные в портфель в феврале, принесли сплошные разочарования. Включение акций ГМК в портфель было обусловлено ожиданиями высоких дивидендов. Эти ожидания сохраняются. Мы полагаем, что ГМК будет выполнять взятые на себя обязательства и в ближайшие три года обеспечит акционерам высокую доходность (дивиденды за 2012 г. по нашим оценкам могут составить около 8 % к текущей цене). Потенциальные риски могут быть связаны с ухудшением конъюнктуры рынка цветных металлов. Вторая неприятная для миноритариев тема – покупка Удокана, разработка которого потребует больших инвестиций и может поставить крест на ожиданиях высоких дивидендов (вхождение в совет директоров г-на Чемезова многими было расценено, как тревожный сигнал). Эти угрозы нельзя игнорировать, однако, мы считаем, что рынок реагирует на них чрезмерно эмоционально. Мы сохраняем акции ГМК в нашем портфеле топ-рекомендаций.

Второе наше разочарование, пожалуй, даже более сильное, чем ГМК – это акции Магнитки. Мы рекомендовали их ещё в годовой Стратегии, однако с начала этого года они потеряли 9.7 % при росте индекса ММВБ за тот же период на 1.5 %. Да, они выглядят несколько лучше, чем Северсталь (-11.4 % с начала года), но защитной бумагой не стали. Мы полагали, что в силу низкой оценки потенциал падения ММК в случае ухудшения рыночной конъюнктуры будет ограниченным, но этого не произошло. Мы по-прежнему считаем, что ММК – одна из самых дешевых бумаг в секторе, однако без очевидных драйверов (например, продажи убыточного турецкого бизнеса) интерес инвесторов к ней, по-видимому, будет оставаться подавленным. Мы исключаем акции ММК из портфеля.

Несмотря на то, что интерес инвесторов к сектору электроэнергетики практически полностью отсутствует, мы рекомендуем сохранять акции Э.ОН Россия в портфеле. Данный эмитент резко выделяется на общем фоне и в меньшей степени подвержен рискам государственного регулирования (качественные активы и высокий объем выручки по договорам ДГПМ). Помимо

этого компания платит дивиденды, пусть и невысокие в масштабах всего рынка (2-3 % к текущей цене акций), но для сектора очень неплохие. Отметим, что дополнительный интерес к акциям Э.ОН Россия может быть подогрев ожидаемой в конце марта публикацией стратегии компании.

Мы сохраняем в портфеле акции МТС и префы Сургутнефтегаза, считая, что это одни из наиболее надежных дивидендных историй с доходностью по Сургуту на уровне 6-8 %, по МТС – 7-8 %.

Вместо акций ММК мы включаем в портфель акции АФК Система. Мы отмечаем относительно удачное завершение индийской саги – компания остается на рынке мобильной связи Индии, уменьшив зону покрытия, но и сократив расходы. При этом дополнительные расходы Системы на сохранение бизнеса в Индии оказались умеренными. В апреле Система опубликует отчетность, и до этого события должна представить свою новую стратегию в отношении индийских активов. Мы полагаем, что она может быть позитивно встречена рынком. Мы также обращаем внимание на заметно увеличившийся дисконт между стоимостью Системы и стоимостью входящих в неё активов. Два ключевых актива – Башнефть и МТС – выросли с начала года на 20.4 % и 14.2 % соответственно, в то время как акции Системы подорожали лишь на 5.1 %. По нашим оценкам, текущий дисконт к стоимости активов составляет 60 %. Наконец, Система может преподнести приятный сюрприз в отношении дивидендов – менеджмент компании обещал увеличить выплаты акционерам в разы (в прошлом году дивидендная доходность акций составляла около 1 %).

Наш список топ-рекомендаций на текущий момент выглядит следующим образом: **МТС, ГМК Норильский Никель, Сургутнефтегаз преф., Э.ОН Россия, АФК Система.**

## Динамика акций на Московской Бирже

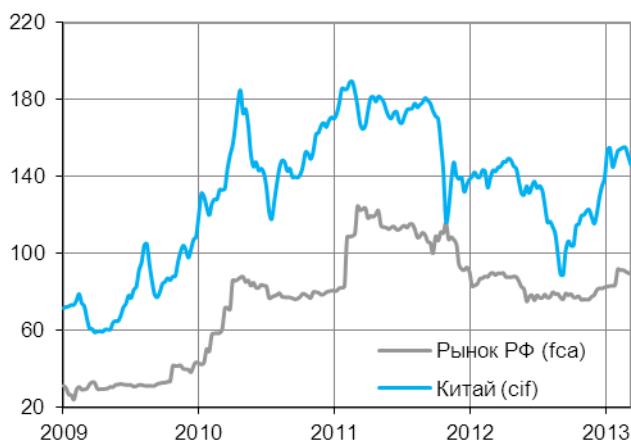
Акции	30.12.2012	07.02.2013	13.03.2013	2012, %	2013, % YtD	7.02-13.03
1 Сбербанк	93.00	105.65	104.43	17.9	12.3	-1.2
2 Сбербанк, преф	67.30	75.86	75.25	13.7	11.8	-0.8
3 ВТБ	0.0536	0.0542	0.0558	-8.6	4.0	2.8
4 Газпром	143.68	138.91	140.56	-16.1	-2.2	1.2
5 Новатэк	346.00	334.24	304.05	-12.2	-12.1	-9.0
6 Лукойл	1 999.4	2 000.4	2 003.0	17.4	0.2	0.1
7 Роснефть	270.20	255.82	246.63	25.9	-8.7	-3.6
8 Сургутнефтегаз	26.805	30.480	29.380	4.7	9.6	-3.6
9 Сургутнефтегаз, преф	19.905	22.704	22.350	21.0	12.3	-1.6
10 Газпромнефть	142.60	143.58	140.69	-4.6	-1.3	-2.0
11 Татнефть	218.25	218.04	213.03	35.8	-2.4	-2.3
12 Татнефть, преф	106.05	107.34	111.99	20.5	5.6	4.3
13 Башнефть	1 760.1	2 015.0	2 120.0	31.2	20.4	5.2
14 Башнефть, преф	1 332.2	1 437.9	1 465.0	24.4	10.0	1.9
15 Транснефть, преф	68 000	71 480	70 300	37.1	3.4	-1.7
16 ГКМ Норникель	5 609.0	5 935.0	5 315.0	13.1	-5.2	-10.4
17 РУСАЛ	191.21	175.7	167.49	-2.4	-12.4	-4.7
18 Северсталь	369.1	365.7	327.2	1.2	-11.4	-10.5
19 НЛМК	61.13	62.10	55.80	-2.7	-8.7	-10.1
20 ММК	10.396	10.311	9.388	-15.9	-9.7	-9.0
21 Мечел	206.00	198.10	162.50	-23.7	-21.1	-18.0
22 Мечел, преф	119.20	117.16	103.00	-41.3	-13.6	-12.1
23 Распадская	58.00	65.15	64.98	-41.8	12.0	-0.3
24 ТМК	91.86	94.10	92.74	26.2	1.0	-1.4
25 Уралкалий	234.75	233.55	231.74	0.5	-1.3	-0.8
26 Акрон	1 400.1	1 437.2	1 435.4	6.4	2.5	-0.1
27 Фосагро	1 246.9	1 258.8	1 328.0	52.1	6.5	5.5
28 ФСК ЕЭС	0.2017	0.2120	0.1849	-28.2	-8.3	-12.8
29 Холдинг МРСК	1.960	2.127	1.915	-14.8	-2.3	-10.0
30 Холдинг МРСК, преф	1.220	1.269	1.171	-12.1	-4.0	-7.7
31 Русгидро	0.7393	0.7324	0.6770	-24.0	-8.4	-7.6
32 ИнтерРАО	0.0248	0.0246	0.0208	-28.7	-16.1	-15.5
33 Э.ОН Россия	2.615	2.867	2.839	21.6	8.6	-1.0
34 Энел-ОГК5	1.623	1.700	1.620	-10.8	-0.2	-4.7
35 МТС	246.00	258.00	281.00	34.3	14.2	8.9
36 Мегафон	723.00	847.50	923.00	-	27.7	8.9
37 Ростелеком	120.46	120.52	119.61	-20.8	-0.7	-0.8
38 Ростелеком, преф	90.49	88.00	93.43	-5.0	3.2	6.2
39 Система	25.49	26.00	26.80	8.5	5.1	3.1
40 Магнит	4 847.5	5 825.1	5 875.3	74.2	21.2	0.9
41 Дикси	407.39	442.0	444.0	38.6	9.0	0.5
42 М-Видео	241.99	264.7	275.0	33.4	13.6	3.9

**Металлургия: повторится ли сценарий двух последних лет?**

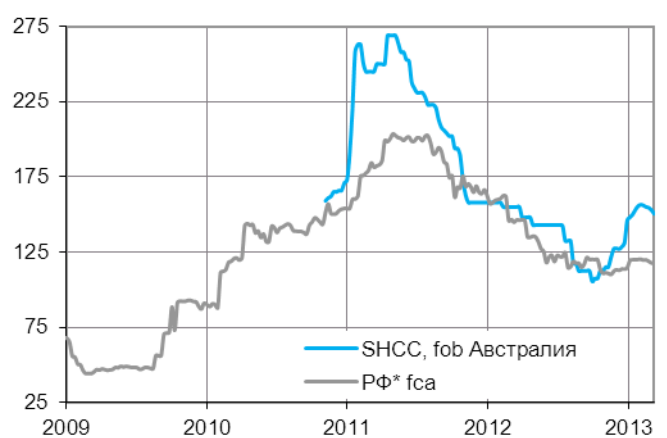
Юрий Волов, CFA  
Volov\_YM@nomos.ru

Конъюнктура на рынке стали в феврале продолжила улучшаться, хотя темпы роста цен по сравнению с предыдущим месяцем замедлились, в то время как котировки биржевых промышленных металлов и металлургического сырья и вовсе пошли вниз. Последнее очень живо напоминает ситуацию двух последних лет, когда после удачного начала года, конъюнктура начала достаточно резко ухудшаться, а акции металлургических компаний превратились из лидеров роста в аутсайдеров. Судя по динамике котировок акций в феврале, рынок уже достаточно активно закладывает этот сценарий и в этом году, хотя мы вовсе не уверены в том, что он будет в действительности реализован в третий раз подряд.

ЖРС, \$/тонна



Коксующийся уголь, \$/тонна

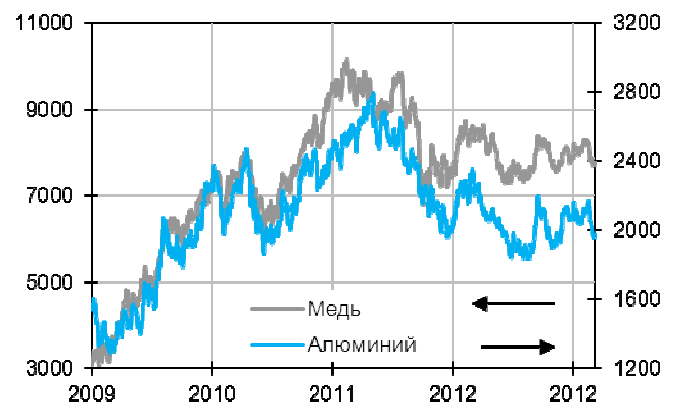


\*-среднее между марками

Стальной прокат, \$/тонна



Базовые металлы, \$/тонна



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

По итогам прошедшего месяца цены на основной экспортный продукт российской черной металлургии – г/к лист – продолжили расти, прибавив еще \$15-20 за тонну или около 2.5-3%. Вслед за ростом экспортных котировок с начала года металлургам удалось провести небольшое (2-4%) повышение цен и на внутреннем рынке, остающимся, тем не менее, относительно слабым. Впрочем, ситуация на рынке стали выглядит достаточно нетипичной для картины металлургического сектора в целом, которая в феврале явно ухудшилась: котировки биржевых промышленных металлов нивелировали январское «ралли», потеряв за месяц 6-8%. После всплеска цен в январе, вновь начала ухудшаться конъюнктура на рынке металлургического сырья.

Главным источником беспокойства, как и год назад, остается Китай. После

публикации февральских индексов PMI, «новой/старой» цели по росту ВВП в этом году в размере 7.5% (против прошлогодних фактических 7.8%), ужесточения целевого показателя инфляции с действовавших последние годы 4.0 до 3.5% и объявления новых мер по ограничению «спекуляций» в сфере недвижимости на рынке складывается впечатление, что экономика Китая теряет набранный в конце прошлого года темп, а власти страны не проявляют по этому поводу какого-либо заметного беспокойства, концентрируясь больше на долгосрочных аспектах экономического роста. Металлургический сектор, естественно, остается чрезвычайно зависимым от ситуации в Китае, на долю которого приходится от трети до половины мирового потребления основных металлов.

Впрочем, стойкой уверенности, что ситуация повторится третий год подряд и за всплеском спроса в начале года последует его сокращение, сейчас нет. Экономическая ситуация в Китае действительно, похоже, ухудшается (хотя экономика страны и продолжает расти высокими темпами), но в то же время в других крупнейших мировых экономиках – США и Японии – дела, напротив, идут на лад. Да и события на рынке пока не дают оснований менять наши прогнозы по сектору (за последний месяц мы лишь скорректировали свои таргеты по Северстали и ТМК на фоне публикации отчетности за 2012 г.), и перечень наших фаворитов остается прежним.

Мы по-прежнему выделяем акции **ММК** (где надежды связаны с возможной продажей/выделением убыточного турецкого бизнеса и увеличением спроса на продукцию стана 5000 в связи с ожидаемым оживлением рынка ТБД) и **НЛМК** (тенденции начала года явно благоприятствуют компании, которая обеспечена собственной железной рудой и экспортирует значительную часть продукции), Эти компании имеют наименьшую степень вертикальной интеграции и, таким образом, хотя бы частично защищены от возможного сокращения спроса со стороны Китая.

В прошлой стратегии мы также говорили о бумагах **UC RUSAL**, которые могли стать привлекательными при повышении цен на алюминий выше \$2200-2250 за тонну, однако этого не произошло. При текущих ценах на цветные металлы, мы не видим явных катализаторов роста для акций сектора цветной металлургии.

**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.