

Стратегия 2011

Инвестиционный климат сдерживает рост



Что мы ждем в 2011 году

Мировая экономика и мировые рынки

- Рост мировой экономики замедлится до 4 % по сравнению с 4.5-5.0 % в текущем году; рост будет неоднородным по разным странам и неустойчивым.
- Долговые проблемы европейских стран не решены, однако суверенные дефолты маловероятны – созданный в 2010 г. стабилизационный механизм пока подтверждает свою работоспособность.
- Нефть – \$ 82.5 за баррель Urals (среднегодовой).
- Евро/доллар – 1.35 (среднегодовой).
- ФРС и ЕЦБ в течение года будут сохранять учетные ставки неизменными; средний уровень доходности долговых инструментов повысится.

Российская экономика

- Умеренный рост ВВП – в пределах 4 %.
- Высокая инфляция – 10-11 %.
- Низкая инвестиционная активность частного бизнеса; рост инвестиций со стороны госкорпораций.
- Умеренный рост реальных доходов населения и потребительского спроса – в пределах 4-5 %.
- Приток капитала после трех лет оттока.
- Укрепление рубля к бивалютной корзине – в пределах 3-4 %.
- Дефицит бюджета в пределах 2-3 % ВВП.
- Повышение базовых ставок Банка России – в пределах 100 б.п. Общее повышение уровня процентных ставок в экономике.

Рынок акций

- Справедливый уровень индекса РТС на конец 2011 г. – 1 950 пунктов.
- Лучше рынка будут выглядеть отрасли, ориентированные на внутренний спрос: черная металлургия, электроэнергетика, потребительский сектор. Лучшие эмитенты этих отраслей по итогам года могут продемонстрировать рост в пределах 25-50 %.
- Прибыли крупнейших российских эмитентов – нефтегазовых компаний – в 2011 г. могут сократиться по сравнению с уходящим годом на фоне стабильных цен на нефть, укрепления рубля, высокой

инфляции и стагнирующей добычи. В результате общая прибыль покрываемых нами компаний, входящих в индекс РТС, в 2011 г. вырастет на скромные 0.6 %, однако без учета нефтегазового сектора рост будет куда более существенным – 44 %.

- Российский рынок в течение 2011 г. может ждать серия крупных IPO и SPO на общую сумму \$ 25-30 млрд. Новые размещения будут способствовать увеличению интереса к российскому рынку в целом, но с другой стороны, могут «оттянуть» ликвидность от уже обращающихся на рынке бумаг.
- Доля нефтегазовых компаний в общей капитализации российского рынка акций продолжит снижаться. По итогам 2011 г. она составит 44 % против 46 % в настоящее время и 65 % пять лет назад.
- Наши ключевые рекомендации среди российских акций на 2011 год – ЛУКОЙЛ, Башнефть, Северсталь, ММК, Распадская, Мечел, ОГК-1, ОГК-5, Х5 и Синергия. Общее для всех компаний в нашем списке – их существенная ориентация на внутренний рынок.

Содержание

ЭКОНОМИКА	9
Опираясь на внутренний спрос	
РЫНОК АКЦИЙ	18
Два разных рынка	
НЕФТЬ И ГАЗ	31
Интерес представляют лишь отдельные бумаги	
МЕТАЛЛУРГИЯ	38
За рубежом хорошо, дома – лучше	
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	44
Год новых возможностей	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ	51
Конкуренция растёт	
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	57
Спекулятивных идей пока больше	
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР	62
В 2011 год с осторожным оптимизмом	
АВТОМОБИЛЕСТРОЕНИЕ	68
К новым вершинам	
МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ	72
Без эйфории	
ТРАНСПОРТ	76
Рост и вверх, и вширь	
КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ	80

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – 2011

Инвестиционный климат сдерживает рост

Восстановление можно считать частично состоявшимся

Завершающийся год прошел под знаком восстановления мировой экономики. По многим параметрам мир вернулся к докризисным значениям (см. графики ниже), но произошло это в основном за счет Азии и Латинской Америки, в то время как развитые страны не компенсировали в среднем и половины кризисных потерь. В числе аутсайдеров оказалась и Россия, главной причиной чего явилось радикальное ухудшение инвестиционного климата в стране.

Хотя показатели мирового промышленного производства вернулись к докризисным значениям, по-прежнему слабой остается инвестиционная активность частного сектора (характерно для текущей фазы бизнес-цикла), что не позволяет вернуть рынки труда и потребительский спрос в прежнее состояние.



Источники: Reuters, Аналитический департамент Банка Москвы

В середине 2010 г. восстановление мировой экономики замедлилось (реакция на рост неопределенности и дестабилизацию финансовых рынков, как результат долгового кризиса в Европе). Однако агрессивные действия монетарных властей США и Европы вызвали оживление в экономике в конце года, и похоже, что в 4-м квартале рост мировой экономики вновь ускорился.

Можно ли рассчитывать на сохранение высоких темпов роста экономики в 2011 г.?

По итогам 2010 г. рост мировой экономики составит 4.5-5.0 % после сокращения на 0.6 % в 2009 г. Это сопоставимо с ростом мировой экономики на пике предыдущего цикла в 2004-2007 гг. Рост развитых экономик в 2010 г. будет находиться в пределах 2.5-3 %, развивающихся – в среднем около 7 %.

Движущими силами первой посткризисной фазы восстановления стали увеличение запасов и рост госрасходов. В следующей фазе на первые позиции должны выйти частные инвестиции и потребление. Могут ли эти силы быть столь же мощными, как и драйверы первой волны? – сомнительно, по крайней мере, в ближайшие пару лет.

Главным источником рисков в настоящий момент является сектор госфинансов США и Европы. Бюджетная консолидация станет важной тенденцией ближайших лет. Увеличение налогов и сокращение госрасходов – общая тенденция, которая затронет широкий круг не только развитых, но и развивающихся стран. Это обстоятельство негативно скажется на восстановлении потребительского спроса и частых инвестиций.

Другим важным фактором, который может обусловить замедление мировой экономики, является ситуация в экономике Китая. Кредитное стимулирование китайских производителей в период

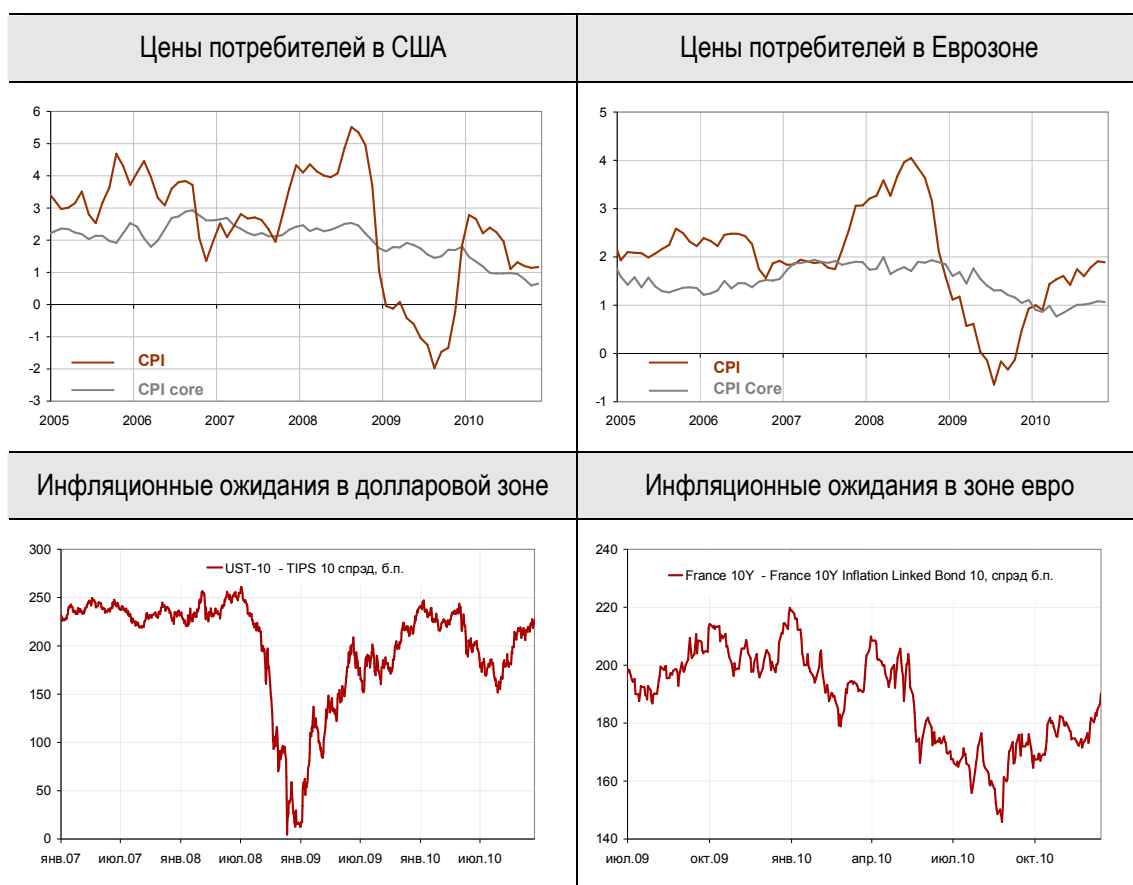
кризиса было одним из наиболее масштабных в мире, и сейчас наблюдаются явные признаки «перегрева» экономики Китая. Народный Банк Китая однозначно заявляет о переходе к более консервативной кредитно-денежной политике. Замедление экономики Китая (до 8-9 % в 2011 г. по сравнению с более чем 10 % в 2010 г.) и, соответственно, ослабление спроса на сырьевые ресурсы (особенно металлургические) в 2011 г. представляется высоковероятным.

Таким образом, рост мирового ВВП в следующие 2-3 года с очень высокой вероятностью замедлится и в 2011 г. вряд ли превысит 4 %.

Инфляционные риски нельзя игнорировать

Спустя два года после острой фазы кризиса по-прежнему актуальным остается вопрос, с чем бороться – с инфляцией или с дефляцией.

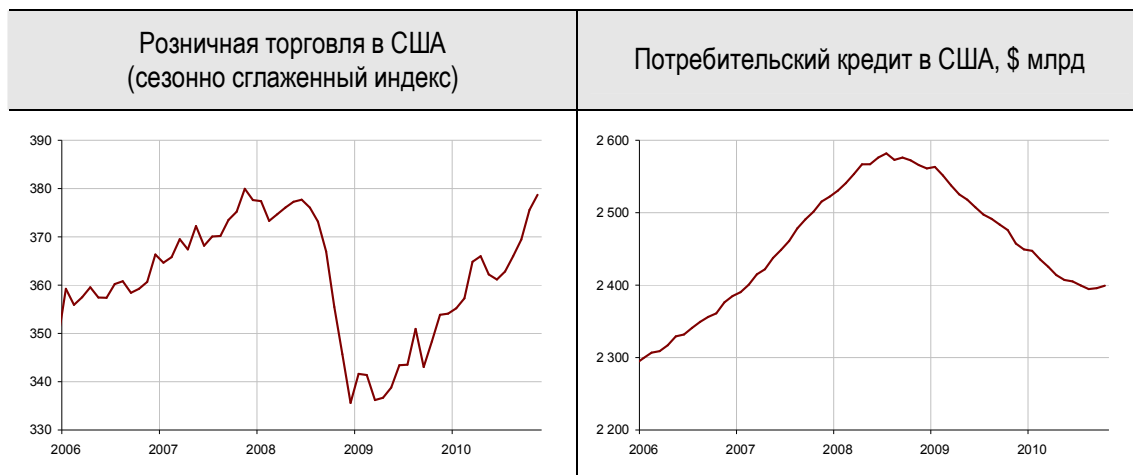
Если посмотреть на показатели текущей инфляции в США, то ответ очевиден – экономике угрожает дефляция. Впрочем, рынки не верят в это: инфляционные ожидания (спрэд между обыкновенными облигациями и такими же, но привязанными к инфляции) находятся фактически на докризисных уровнях, ориентируя инвесторов на 2-3 % годовой инфляции в долгосрочной перспективе.



Источники: Reuters, Аналитический департамент Банка Москвы

В отношении экономики США мы хотели бы обратить внимание еще на один интересный момент – потребительский кредит после двух лет сокращения вновь начал потихоньку расти (дно было зафиксировано в августе). Это обстоятельство, безусловно, поддержит потребительский спрос и может развернуть инфляционные тренды.

Мы практически не сомневаемся в том, что на пути восстановления мировая экономика столкнется с серьезной инфляционной опасностью, но произойдет это в следующем году или позднее, сказать сложно. Инфляционные риски начнут стремительно нарастать, как только мы увидим устойчивое снижение безработицы в США.



Источники: Reuters, Аналитический департамент Банка Москвы

Россия: год разочарований

Год назад в Стратегии-2010 мы отмечали, что Россия пережила кризис не лучше, но и не хуже многих наших глобальных конкурентов. Конечно, сравнение с соседями по БРИК явно не в нашу пользу, но по многим макропоказателям мы как были, так и остаемся в очень приличной форме, хотя эти показатели уже и не столь выдающиеся, как три года назад (относительно небольшой бюджетный дефицит и уровень внешнего долга; профицит текущего счета; умеренная безработица; растущие доходы не обремененного долгами населения; мощный сырьевой сектор промышленности).

Однако сравнение только текущих макропараметров может привести к ошибочным выводам, т.к. оставляет за рамками анализа ключевой аспект, определяющий долгосрочные перспективы страны – инвестиционный климат. Здесь в России за годы кризиса произошла настоящая катастрофа!

В рейтинге глобальной конкурентоспособности Россия провалилась с 43-го места в 2007 г. до 51-го в 2010 г. В рейтинге Doing business, характеризующем удобство ведения бизнеса в стране, Россия оказалась на 123-м месте из 183, потеряв только за последний год 7 позиций. В рейтинге восприятия коррупции мы вернулись фактически на 10 лет назад, свалившись на позорное 154-е место (в этом рейтинге представлено 178 стран).



Источники: IMD, Transparency International, Аналитический департамент Банка Москвы

Конечно, можно рассуждать о необъективности и ангажированности этих рейтингов, но это ничего не меняет: именно через призму подобных международных сравнений нас воспринимает и будет воспринимать мир, в глазах которого мы находимся на одном уровне (по уровню коррупции) с Таджикистаном, Камбоджей, Папуа Новой Гвинеей, Конго и рядом других выдающихся экономик.

Самое печальное, что признаков улучшения ситуации с инвестиционным климатом пока не видно. Более того, в ближайшие годы наши позиции в мировых рейтингах конкурентоспособности могут еще более ухудшиться, так как мы потеряем ряд наших конкурентных преимуществ. В частности,

при международных сопоставлениях Россия всегда занимала наиболее высокие места в части налоговой политики. Однако в 2011-2013 гг. будет происходить последовательное увеличение налоговой нагрузки, которое по расчетам МЭР составит за этот период более 3 % ВВП, причем уже в следующем году рост налогов может составить до 2 % ВВП. Наши макропоказатели также имеют тенденцию к ухудшению: это касается и размера госдолга (Минфин планирует ежегодно наращивать размер внутреннего долга на 1.3-1.5 трлн руб.), и текущего профицита (при стабильных ценах на нефть он схлопнется до нуля за 2-3 года). Одним словом, если ранее международные инвесторы, воодушевленные отличными макропоказателями российской экономики и пустотой внутреннего рынка, закрывали глаза на объективные слабости России, такие как коррупция, неэффективное госуправление и слабо развитые институты, то теперь, когда макропоказатели выглядят уже не столь впечатляюще, а многие внутренние рынки достигли насыщения, на первый план выходят вышеозначенные институциональные проблемы.

Впрочем, есть ряд ожидаемых событий, которые могут позитивно сказаться на восприятии России. Среди таких событий мы выделяем два ключевых – вступление в ВТО и приватизацию.

Вступление в ВТО будет иметь важный положительный эффект с точки зрения имиджа России в мире. О реальном влиянии на экономику судить труднее, хотя бы потому, что условия вступления России в ВТО до конца не известны широкой публике. Но, опираясь на мировой опыт, можно ожидать положительных эффектов для экономики в долгосрочном плане.

Что касается объявленной приватизации, то здесь, скорее всего, будут иметь место все те же имиджевые приобретения. Приватизация может повысить эффективность экономики в том случае, если будет осуществлена реальная передача крупных государственных активов в частные руки. Однако, судя по планам Правительства, речь идет лишь о продаже крупных, но не контрольных пакетов в госкорпорациях. Смысл приватизации исключительно фискальный и направлен на пополнение бюджета (при \$ 100 за баррель и выше необходимость продажи этих активов может отпасть).

Так что не стоит преувеличивать значимость этих событий с точки зрения их влияния на инвестиционный климат в стране. Нам почему-то кажется, что приговор по делу Ходорковского и Лебедева станет куда более важным сигналом для инвесторов...

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Экономика

Опираясь на внутренний спрос

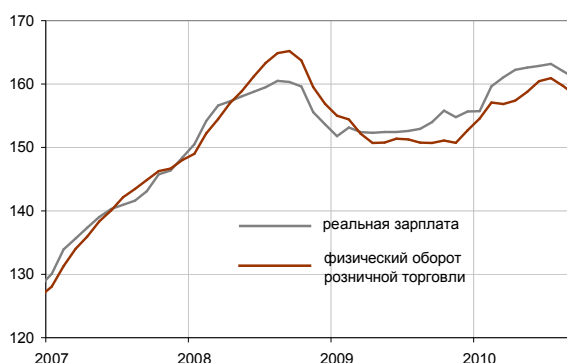
Неблагоприятные изменения в инвестиционном климате России делают маловероятным сценарий ускорения экономического роста за счет притока иностранного капитала. В следующем году мы видим сохранение умеренных темпов роста ВВП на уровне около 4 % при достаточно высокой инфляции – 10.5 %.

Потребительский спрос будет служить основным драйвером экономического роста, при этом главным источником инвестиционного спроса будут являться госкорпорации. Рубль в следующем году может немного укрепиться; общий уровень процентных ставок в экономике возрастет.

Краткие итоги года

Российская экономика уверенно начала восстанавливаться после кризиса во второй половине 2009 г. Годовые темпы роста ВВП в этот период составляли порядка 7 %, а основным драйвером роста выступали внешний спрос и пополнение запасов. Однако в первой половине 2010 г. экономическая динамика резко ухудшилась: темпы роста упали вдвое, до 3.5 % в годовом выражении. Главной причиной слабости экономического роста стал инвестиционный провал. Вообще, запаздывающий характер инвестиций – естественное явление в восстановительной фазе бизнес-цикла. Росту инвестиций в данный период мешают неопределенность в прогнозах и сохраняющиеся неблагоприятные кредитно-денежные условия. Все эти обстоятельства присутствовали и в рассматриваемом эпизоде, однако уровень неопределенности не только не снижался, но, напротив, возрастал. Наиболее сильный спад инвестиций в российской экономике в 2010 г. пришелся на май-июль, когда мировая экономика находилась в замешательстве из-за потрясений, случившихся на долговых рынках Европы. В 3-м же квартале к внешним бедам добавились внутренние. Природные катаклизмы оказали как прямое влияние на экономику (спад в сельском хозяйстве более чем на 10 % ретранслируется в полупроцентное сокращение ВВП), так и косвенное, которое оценить сложнее, но по приблизительным оценкам – это те же полпроцента. Говоря о косвенном влиянии, мы имеем в виду инфляционный всплеск, который привел к падению реальных доходов населения и вызвал сокращение потребительской активности. В результате в 3-м квартале мы имели отрицательную динамику ВВП.

Сезонно сглаженные индексы реальной заработной платы и физического оборота розничной торговли



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Описанная выше история наглядно представлена в нижеследующей таблице. Рост экономики возобновился в сентябре-октябре и пока набирает обороты. По нашим оценкам, в текущем квартале годовые темпы роста ВВП могут превысить 5 %, что позволит достигнуть годового показателя роста на уровне 3.5 % (впрочем, высоковероятно, что Росстат повысит оценки роста экономики в первые три квартала 2010 г.).

Наблюдаемое сейчас ускорение вновь получает поддержку со стороны внешнего спроса (QE2, очевидно, дала новый импульс экономическому подъему в США и мире). Стоит также отметить рост инвестиций, который мы рассматриваем как компенсацию провала, случившегося в 1-м

полугодии. В то же время потребительский спрос пока остается подавленным из-за неблагоприятной динамики реальных доходов.

Движущие силы российской экономики

	3 кв 2009	4 кв 2009	1 кв 2010	2 кв 2010	3 кв 2010	4 кв 2010
Внешний спрос	мировая экономика восстанавливается за счет монетарных и бюджетных стимулов		замедление		ускорение	
Потребительский спрос	стагнация - до декабря 2009 г		оживление потребительского спроса вслед за возобновлением роста экономики		всплеск инфляции вызвал падение реальных доходов и сокращение спроса	
Инвестиционный спрос	пополнение запасов		инвестиционный провал		компенсация инвестиционного провала 1-го полугодия	
Динамика ВВП (годовые темпы роста)	7.1 %		3.4 %		- 3.8 %	
	3.4 - 3.6 %					

Источники: Аналитический департамент Банка Москвы по данным Росстата

Траектория роста

Как будут меняться движущие силы российской экономики в 2011 г.?

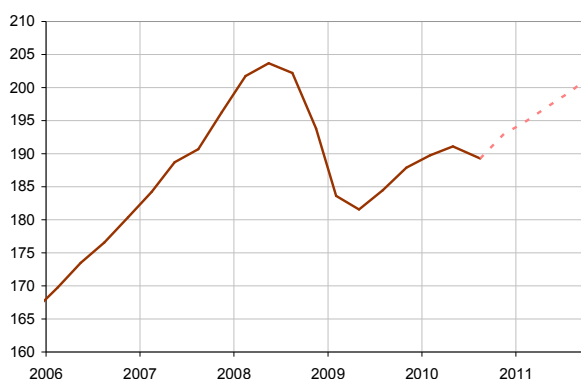
Мы не слишком оптимистично настроены в отношении внешних факторов. Бюджетная консолидация и увеличение налогов в развитых странах в совокупности с ужесточением кредитно-денежной политики в Китае и ряде развивающихся экономик приведут к замедлению темпов роста мирового ВВП.

Внутренние факторы внушают большой оптимизм. Мы ожидаем возобновления роста потребительской активности уже в 1-м квартале следующего года. Высокие цены на нефть и снижение безработицы создают предпосылки для возобновления роста реальных доходов населения. Другим фактором поддержки потребительского спроса в 2011 г. станет рост потребительского кредита (на 18-20 % по сравнению с 12-14 % в текущем году). Наконец, ожидаемое укрепление рубля – еще один фактор, традиционно положительно сказывающийся на потребительских расходах.

Что касается инвестиций, то здесь основную роль в 2011 г. будут играть госкорпорации – Газпром, РЖД, энергетики планируют достаточно серьезно увеличить Capex. В то же время инвестиционная активность частного бизнеса будет ограничена неблагоприятным инвестиционным климатом, при этом, возможно, охлаждающий эффект окажут приближающиеся выборы.

Таким образом, мы положительно оцениваем перспективы российской экономики в 2011 г., но неопределенность и нестабильность внешней среды заставляют нас соблюдать осторожность в прогнозах. Согласно нашему базовому сценарию, рост ВВП России в 2011 г. составит около 4 %, что позволит экономике приблизиться к докризисным уровням. В 2012 г. размер экономики должен превысить исторический максимум 2008 г.

Сезонно сглаженный индекс реального ВВП
(100 – 1998 г.)



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Отток капитала, валютный курс и процентные ставки

В 2010 г. третий год подряд мы наблюдали чистый отток капитала из частного сектора. По предварительным оценкам, он составит около \$ 25 млрд по сравнению с \$ 57 млрд в 2009 г. и \$ 133 млрд в 2008-м. Крайне неожиданным оказался отток, наблюдавшийся в сентябре-ноябре и составивший, по грубым оценкам, \$ 10-12 млрд. Поразительно, что капитал уходил из страны на фоне улучшающейся конъюнктуры мировых рынков и растущих цен на нефть. Мы подозреваем, что причины этого феномена лежали не в сфере экономики, а потому, скорее всего, имело место разовое событие, к настоящему времени завершившееся.

В 2011 г. мы ожидаем увидеть чистый приток капитала, что связываем со следующими факторами:

- сокращение выплат по внешнему долгу;
- повышение привлекательности инструментов внутреннего money market в результате повышения ставок Банка России;
- активизация Минфина на рынке внутреннего долга (мы полагаем, что в ОФЗ будут заходить и иностранцы);
- приватизация пакетов госкорпораций.

Мы не рассчитываем увидеть серьезный рост стратегических иностранных инвестиций (в силу неблагоприятного инвестиционного климата и повышения политической неопределенности, связанной с выборами), но «горячие» деньги в следующем году страну посетят. Это создаст предпосылки для укрепления курса рубля.

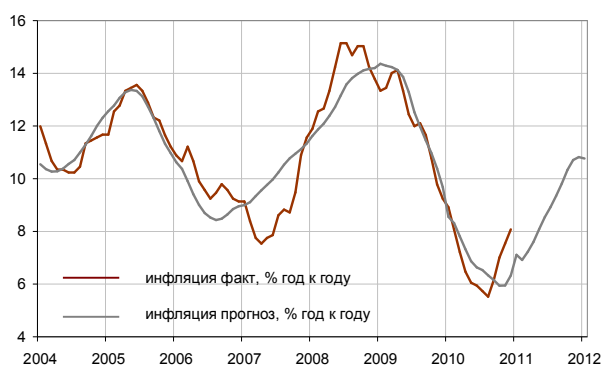
Помимо этого поддержку рублю, как это ни парадоксально, создает резкий рост инфляции. В долгосрочной перспективе высокая инфляция, безусловно, является фактором ослабления национальной валюты, однако в краткосрочной перспективе растущая инфляция может сыграть на укрепление рубля, так как в нашей экономике сильный рубль – это реально действенный механизм ограничения роста цен.

Против рубля будет играть сокращающийся профицит счета текущих операций, но его снижение, по нашим оценкам, будет достаточно умеренным: при среднегодовой цене Urals в \$ 82.5 баррель сальдо счета текущих операций должно составить \$ 50-55 млрд по сравнению с \$ 75 млрд в текущем году.

Таким образом, мы ставим на укрепление рубля, ожидая увидеть его рост по отношению к бивалютной корзине в пределах 3-4 %.

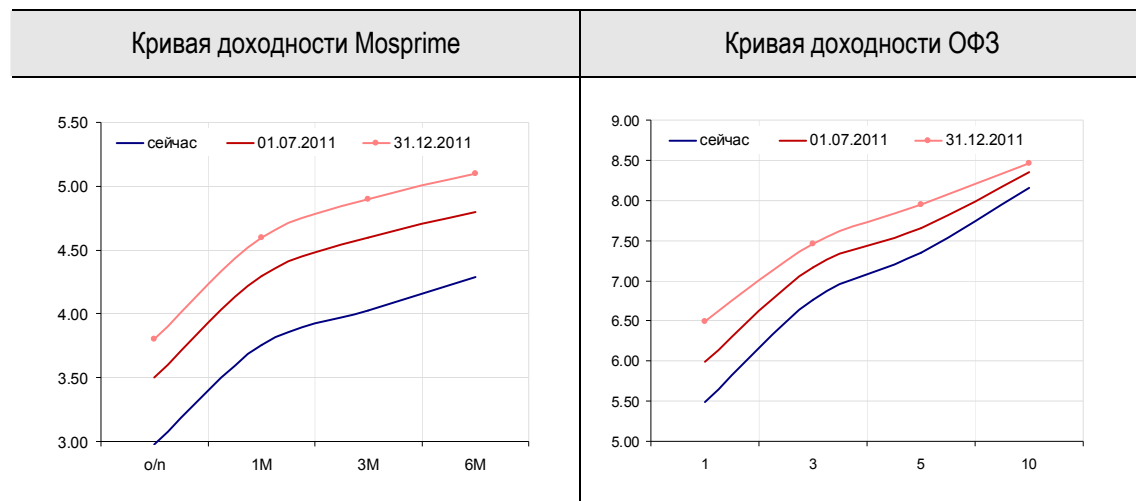
Процентные ставки, как мы уже отмечали, будут повышаться. Основная причина – высокие инфляционные риски. Мы уже ссылались ранее на нашу модель, ставящую динамику инфляции в соответствие с изменением уровня монетизации экономики (см., например, нашу Стратегию за ноябрь). Эта модель показывает, что на своем пике инфляция может достичь 11 %, и произойдет это уже к середине 2011 г.

Фактическая и прогнозная инфляция



Источники: Банк России, Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Учитывая ускоряющийся инфляционный тренд, денежным властям нет большого смысла и далее занимать выжидательную позицию. Не исключено, что повышение ставок произойдет уже в декабре. Всего же в течение года мы ожидаем рост базовых ставок ЦБ в пределах 50-100 б.п. При этом на длинном конце кривой существенного роста доходностей может и не произойти, поскольку естественным ограничителем повышения долгосрочных ставок явится слабость инвестиционного спроса при сохранении высокой склонности субъектов экономики к сбережениям. Скорее всего, кривая ОФЗ в течение года примет более плоский характер, при этом спреды между корпоративными и государственными облигациями несколько расширятся.



Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2006	2007	2008	2009	Янв.-ноя.10	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
РЫНОК НЕФТИ (Urals, \$/баррель)									
среднегодовой	60.9	69.4	93.8	60.8	77.1	77.5	82.5	85.0	87.5
на конец года	55.1	91.6	34.8	77.2	85.2	80.0	85.0	85.0	87.5
среднегодовой (рублей за баррель)	1 654	1 774	2 334	1 933	2 338	2 354	2 390	2 365	2 351
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	605	698	872	974	1 211	1 225	1 500	1 400	1 400
на конец года	637	839	882	1 097	1 386	1 400	1 450	1 400	1 400
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	24 160	35 838	21 253	14 757	21 677	21 835	23 500	24 000	24 500
на конец года	34 025	27 200	11 700	18 525	23 050	23 250	23 750	24 250	24 750
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	6 736	7 009	6 879	5 193	7 417	7 500	8 250	8 500	8 750
на конец года	6 308	6 755	3 070	7 375	8 360	8 000	8 300	8 600	8 900
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	2 595	2 661	2 620	1 705	2 184	2 200	2 400	2 500	2 600
на конец года	2 803	2 410	1 540	2 230	2 275	2 250	2 450	2 550	2 650
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	3 250	3 234	1 902	1 688	2 112	2 125	2 300	2 400	2 450
на конец года	4 230	2 430	1 208	2 560	2 175	2 200	2 350	2 450	2 475
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	56	73	171	60	133	135	160	168	175
на конец года	64	90	68	88	150	150	165	170	178
Сталь (LME), \$/тонна									
среднегодовой				361	480	485	520	580	615
на конец года			380	410	520	520	550	600	625
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.33	1.35	1.38	1.40
на конец года	1.32	1.46	1.40	1.43	1.30	1.35	1.35	1.38	1.40
Доллар/рубль									
среднегодовой	27.14	25.55	24.87	31.77	30.33	30.38	28.97	27.83	26.87
на конец года	26.33	24.55	29.38	30.24	31.31	30.24	28.51	27.38	26.69
Евро/рубль									
среднегодовой	34.11	35.03	36.45	44.20	40.16	40.22	39.11	38.26	37.62
на конец года	34.70	35.93	41.44	43.39	41.57	40.82	38.49	37.65	37.37
Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45)									
среднегодовой	30.28	29.82	30.08	37.36	34.75	34.81	33.53	32.52	31.71
на конец года	30.10	29.67	34.81	36.16	35.92	35.00	33.00	32.00	31.50
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ									
FED Funds rate	5.25	4.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	1.00	2.50
3m USD LIBOR									
среднегодовой	5.19	5.30	2.93	0.73	0.35	0.34	0.35	0.70	2.25
на конец года	5.36	4.70	1.42	0.25	0.30	0.30	0.35	1.15	3.00
Ставки Банка России									
ставка рефинансирования	11.00	10.00	13.00	8.75	7.75	7.75	8.50	8.00	7.50
ставка по однодневным депозитам	2.25	2.75	6.75	3.50	2.50	2.50	3.25	2.75	2.25
мин. ставка прямого РЕПО			9.00	6.00	5.00	5.00	5.75	5.25	4.75
UST 10									
среднегодовой	4.79	4.63	3.65	3.25	3.19	3.20	3.50	4.00	4.00
на конец года	4.70	4.03	2.22	3.84	2.80	3.50	3.50	4.00	4.00
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой	5.93	5.80	6.78	7.42	4.93	4.95	4.75	4.85	5.00
на конец года	5.66	5.53	9.98	5.40	4.92	5.00	4.75	5.00	5.00
спрэд к UST-10, б. п.	95	150	775	156	212	150	125	100	100
Портфель ОФЗ									
среднегодовой	6.80	6.59	7.47	10.11	7.48	7.50	8.00	7.75	7.25
на конец года	6.57	6.53	9.11	8.64	7.46	7.50	8.00	7.75	7.25
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	1 922	2 291	632	1 445	1 594	1 800	1 950	-	-
% год к году	70.7	19.2	-72.4	128.6	10.4	24.6	8.3	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2006	2007	2008	2009	Янв-окт.10	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
ВВП									
реальный, % год к году	8.2	8.5	5.2	-7.9	3.7	3.8	4.1	4.5	6.0
индекс-дефлятор, % год к году	15.2	13.8	18.4	2.5	-	12.5	11.5	11.0	10.8
номинальный, млрд руб.	26 917	33 248	41 429	39 101	40 801	45 279	52 342	60 455	70 611
% год к году	24.6	23.5	24.6	-5.6	15.2	15.8	15.6	15.5	16.8
номинальный, \$ млрд	992	1 301	1 666	1 231	1 348	1 490	1 807	2 172	2 628
% год к году	30.0	31.2	28.0	-26.1	22.8	21.1	21.2	20.2	20.9
на душу населения, \$ тыс.	7.0	9.2	11.7	8.7	9.5	10.5	12.8	15.4	18.6
Промышленность, % год к году									
промышленное производство	6.3	6.8	0.6	-9.3	8.6	8.3	4.4	3.7	3.8
обрабатывающая промышленность	8.4	10.5	0.5	-15.2	12.3	11.9	6.0	4.8	5.0
добыча полезных ископаемых	2.8	3.3	0.4	-0.6	3.9	3.7	2.1	2.0	2.1
производство электроэнергии, воды и газа	3.4	-0.6	0.6	-3.9	5.0	4.3	2.5	2.2	2.0
Добыча нефти									
% год к году	2.2	2.3	-0.7	1.3	2.4	1.3	1.6	0.5	0.3
млн т	480	491	488	494	420	501	509	511	513
млн баррелей в сутки	9.65	9.87	9.78	9.93	10.13	10.05	10.22	10.24	10.30
Добыча газа									
% год к году	2.4	-0.5	1.8	-12.4	14.5	9.4	2.0	0.9	1.4
млрд куб. м	656	653	665	582	527	637	650	656	665
млн б. н. э. в сутки	10.58	10.53	10.69	9.39	10.20	10.27	10.48	10.55	10.72
Розничная торговля									
индекс физического оборота, % год к году	14.1	16.1	13.5	-4.9	4.4	4.5	5.0	8.0	10.0
млрд руб.	8 712	10 869	13 920	14 603	13 194	16 282	18 496	21 779	25 863
% год к году	23.7	24.8	28.1	4.9	11.8	11.5	13.6	17.8	18.8
% к ВВП	32.4	32.7	33.6	37.3	32.3	36.0	35.3	36.0	36.6
Инвестиции в основной капитал									
индекс физического объема, % год к году	16.7	22.7	9.9	-16.2	4.7	4.1	6.0	8.5	12.0
млрд руб.	4 730	6 716	8 782	7 930	6 522	9 267	10 935	13 231	16 439
% год к году	31.0	42.0	30.8	-9.7	13.3	16.9	18.0	21.0	24.3
% к ВВП	17.6	20.2	21.2	20.3	16.0	20.5	20.9	21.9	23.3
Строительство									
объем строительных работ									
% год к году в реальном выражении	18.1	18.2	12.8	-16.0	0.1	0.5	5.5	7.5	12.0
млрд руб.	2 351	3 293	4 528	3 869	3 148	4 382	5 149	6 178	7 677
% год к году в ном. выражении	34.0	40.1	37.5	-14.6	5.2	13.3	17.5	20.0	24.3
% к ВВП	8.7	9.9	10.9	9.9	7.7	9.7	9.8	10.2	10.9
жилищное строительство									
введено жилья, тыс. штук квартир	609	721	768	701	442	660	665	700	755
введено жилья, млн кв. м	50.6	61.0	64.1	59.9	37.7	56.3	56.9	59.7	64.5
% год к году	16.1	20.6	4.6	-6.5	-4.9	-6.0	1.0	5.0	8.0
средний размер квартиры, кв. м	83.0	84.6	83.5	85.4	85.4	85.3	85.5	85.3	85.4
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.36	0.43	0.45	0.42	0.27	0.40	0.40	0.42	0.46
Сельское хозяйство									
% год к году	3.6	3.4	10.8	1.4	-11.6	-10.0	5.5	3.0	3.0
Грузооборот транспорта									
млрд т-км	4 800	4 915	4 948	4 445	3 925	4 783	4 974	5 124	5 282
% год к году	2.7	2.4	0.7	-10.2	8.1	7.6	4.0	3.0	3.1

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2006	2007	2008	2009	Янв.-окт.10	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные доходы на душу населения									
рублей в месяц	10 196	12 603	14 939	16 887	17 786	18 744	20 993	24 352	28 249
% год к году	25.7	23.6	18.5	13.0	10.5	11.0	12.0	16.0	16.0
Реальные располагаемые денежные доходы населения									
% год к году	13.5	12.1	1.9	2.3	4.2	4.0	4.0	6.3	7.3
Денежные расходы на душу населения									
рублей в месяц		12 106	14 878	16 851	17 589	18 468	20 777	24 205	28 199
% год к году			22.9	13.3	8.3	9.6	12.5	16.5	16.5
Превышение доходов над расходами, %		3.9	0.4	0.2	1.1	1.5	1.0	0.6	0.2
Номинальная заработная плата									
среднегодовая, руб. в месяц	10 634	13 593	17 290	18 638	20 473	20 875	23 484	27 006	31 327
% год к году	24.3	27.8	27.2	7.8	11.3	12.0	12.5	15.0	16.0
среднегодовая, \$ в месяц	392	532	695	587	677	687	811	970	1 166
% год к году	29.7	35.8	30.7	-15.6	19.3	17.1	18.0	19.7	20.1
Реальная заработная плата									
% год к году	13.3	17.2	11.5	-3.5	4.5	3.9	3.8	5.3	7.3
Рынок труда									
постоянное население, млн ч.	142.2	142.0	141.9	141.9	141.8	141.8	141.7	141.6	141.5
изменение за год, тыс. ч.	-533	-212	-105	23	-84	-75	-100	-100	-100
экономически активное население, млн ч.	74.2	75.1	75.9	75.4	75.6	75.5	75.2	75.0	74.5
безработные на конец года, млн ч.	5.13	4.60	5.80	6.17	5.11	5.70	5.40	5.00	4.60
безработица на конец года, %	6.9	6.1	7.6	8.2	6.8	7.5	7.2	6.7	6.2
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн ч.	1.74	1.55	1.52	2.15	1.53	1.80	1.70	1.60	1.55
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.3	2.1	2.0	2.8	2.0	2.4	2.3	2.1	2.1

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2006	2007	2008	2009	Янв.-окт.10	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Денежная масса									
M2, млрд руб.	8 996	13 272	13 493	15 698	18 100	19 810	23 456	27 584	32 549
% год к году	48.8	47.5	1.7	16.3	30.5	26.2	18.4	17.6	18.0
% к ВВП	33.4	39.9	32.6	40.1	-	43.8	44.8	45.6	46.1
M0, млрд руб.	2 785	3 702	3 795	4 038	4 590	4 943	5 674	6 423	7 232
% год к году	38.6	32.9	2.5	6.4	28.7	22.4	14.8	13.2	12.6
доля в M2, %	31.0	27.9	28.1	25.7	25.4	24.9	24.2	23.3	22.2
% к ВВП	10.3	11.1	9.2	10.3	-	10.9	10.8	10.6	10.2
Инфляция									
индекс потребительских цен, % дек. к дек.	9.0	11.9	13.3	8.8	7.5	8.5	10.5	9.0	8.5
% среднегодовой	9.8	9.1	14.1	11.8	7.0	7.0	8.6	9.8	8.8
индекс цен производителей, % дек. к дек.	10.4	25.1	-7.0	13.9	10.4	12.0	11.0	9.0	8.0
% среднегодовой	12.4	14.2	21.4	-7.2	11.1	13.5	11.5	10.0	8.5
Золотовалютные резервы									
прирост с начала года, \$ млрд	122	175	-52	13	58	51	85	97	115
на конец года, \$ млрд	304	479	426	439	497	490	575	672	787
% к ВВП	30.6	36.8	25.6	35.7	-	32.9	31.8	30.9	30.0
Монетарный курс рубля к доллару									
M2 к ЗВР	29.6	27.7	31.7	35.7	36.4	40.4	40.8	41.1	41.3
по отношению к фактическому курсу	3.3	3.2	2.3	5.5	7.1	10.2	12.3	13.7	14.6

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, млрд руб.	2006	2007	2008	2009	Янв.-окт.10	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Активы	13 963	20 125	28 022	29 430	31 908	32 962	38 235	45 118	54 141
% год к году	44.0	44.1	39.2	5.0	14.0	12.0	16.0	18.0	20.0
% к ВВП	51.9	60.5	67.6	75.3	-	72.8	73.0	74.6	76.7
Собственный капитал	1 693	2 671	3 811	4 621	4 613	4 648	5 229	6 014	6 976
% год к году	36.3	57.8	42.7	21.2	0.2	0.6	12.5	15.0	16.0
% к ВВП	6.3	8.0	9.2	11.8	-	10.3	10.0	9.9	9.9
% к активам	12.1	13.3	13.6	15.7	14.5	14.1	13.7	13.3	12.9
Депозиты населения	3 810	5 159	5 907	7 485	9 081	9 731	12 163	14 778	17 734
% год к году	38.0	35.4	14.5	26.7	33.5	30.0	25.0	21.5	20.0
% к ВВП	14.2	15.5	14.3	19.1	-	21.5	23.2	24.4	25.1
% к пассивам	27.3	25.6	21.1	25.4	28.5	29.5	31.8	32.8	32.8
Кредиты населению	1 883	2 971	4 017	3 574	3 938	4 021	4 825	5 886	7 299
% год к году	78.3	57.8	35.2	-11.0	9.6	12.5	20.0	22.0	24.0
% к активам	13.5	14.8	14.3	12.1	12.3	12.2	12.6	13.0	13.5
% к депозитам населения	49.4	57.6	68.0	47.7	43.4	41.3	39.7	39.8	41.2
Просроченная задолженность	51	97	149	243	293	306	357	400	467
% к портфелю	2.7	3.2	3.7	6.8	7.4	7.6	7.4	6.8	6.4
Депозиты юридических лиц	2 147	3 520	4 945	5 467	5 595	6 423	7 419	8 606	10 155
% год к году	68.9	64.0	40.5	10.5	5.9	17.5	15.5	16.0	18.0
% к пассивам	15.4	17.5	17.6	18.6	17.5	19.5	19.4	19.1	18.8
Кредиты предприятиям	6 148	9 316	12 510	12 542	13 691	13 859	16 076	19 130	22 765
% год к году	39.8	51.5	34.3	0.3	8.2	10.5	16.0	19.0	19.0
% к активам	44.0	46.3	44.6	42.6	42.9	42.0	42.0	42.4	42.0
Просроченная задолженность	70	86	266	763	809	810	875	1 005	1 150
% к портфелю	1.1	0.9	2.1	6.1	5.9	5.8	5.4	5.3	5.1
Просроченная задолженность по кредитам	121	183	415	1 006	1 102	1 116	1 232	1 405	1 617
% к кредитному портфелю	1.5	1.5	2.5	6.2	6.2	6.2	5.9	5.6	5.4
Резервы на возможные потери по кредитам	403	532	899	1 821	1 979	2 020	2 218	2 459	2 749
% к кредитному портфелю	5.0	4.3	5.4	11.3	11.2	11.3	10.6	9.8	9.1
% к просроченной задолженности	333	291	217	181	180	181	180	175	170
Прибыль	372	508	409	205	441	554	714	830	926
% год к году	42	37	-19	-50	552	170	29	16	11
ROAA	3.1	3.0	1.7	0.7	1.8	1.8	2.0	2.0	1.9
ROAE	25.3	23.3	12.6	4.9	11.6	11.9	14.5	14.8	14.3

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2006	2007	2008	2009	Янв.-нояб.10	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Доходы, млрд руб.	6 279	7 765	9 258	7 337	7 431	8 320	9 080	9 590	10 350
% год к году	22.5	23.7	19.2	-20.8	15.3	13.4	9.1	5.6	7.9
% к ВВП	23.3	23.4	22.3	18.8	18.2	18.4	17.3	15.9	14.7
нефтегазовые доходы	2 944	2 897	4 389	2 984	3 401	3 810	4 180	4 250	4 400
% год к году		-1.6	51.5	-32.0	31.0	27.7	9.7	1.7	3.5
% к ВВП	10.9	8.7	10.6	7.6	8.3	8.4	8.0	7.0	6.2
% к доходам	46.9	37.3	47.4	40.7	45.8	45.8	46.0	44.3	42.5
не нефтегазовые доходы	3 335	4 884	4 869	4 353	4 030	4 510	4 900	5 340	5 950
% год к году		46.4	-0.3	-10.6	4.7	3.6	8.6	9.0	11.4
% к ВВП	12.4	14.7	11.8	11.1	9.9	10.0	9.4	8.8	8.4
% к доходам	53.1	62.9	52.6	59.3	54.2	54.2	54.0	55.7	57.5
Расходы, млрд руб.	4 285	5 982	7 561	9 637	8 377	9 760	10 400	11 000	11 950
% год к году	22.0	39.6	26.4	27.5	2.4	1.3	6.6	5.8	8.6
% к ВВП	15.9	18.0	18.3	24.6	20.5	21.6	19.9	18.2	16.9
Профицит, млрд руб.	1 994	1 782	1 697	-2 300	-947	-1 440	-1 320	-1 410	-1 600
% к ВВП	7.4	5.4	4.1	-5.9	-2.3	-3.2	-2.5	-2.3	-2.3
Резервный фонд *									
млрд руб.			4 028	1 831	1 280	800	0	0	0
\$ млрд			137	61	41	26	0	0	0
% к ВВП			9.7	4.7	2.8	1.8	0	0	0
Фонд национального благосостояния									
млрд руб.			2 584	2 769	2 762	2 851	2 769	2 739	2 751
\$ млрд			88	92	88	94	97	100	103
% к ВВП			6.2	7.1	6.1	6.3	5.3	4.5	3.9

* - до 2008 г. – Стабилизационный фонд

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, \$ млрд	2006	2007	2008	2009	Янв.-сент.10	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Счет текущих операций	94	78	104	49	61	75	55	40	30
% год к году	12	-18	33	-52	83	52	-27	-27	-25
% к ВВП	9.5	6.0	6.2	4.0	5.7	5.0	3.0	1.8	1.1
Экспорт товаров	304	354	472	303	287	385	420	455	505
% год к году	25	17	33	-36	38	27	9	8	11
% к ВВП	30.6	27.2	28.3	24.6	26.8	25.8	23.2	20.9	19.2
экспорт углеводородов	191	219	310	191	183	245	255	260	270
% год к году	28	15	42	-39	41	28	4	2	4
% к ВВП	19.2	16.8	18.6	15.5	17.1	16.4	14.1	12.0	10.3
% к общему объему экспорта	63	62	66	63	64	64	61	57	53
экспорт за исключением нефти и газа	113	136	161	113	104	140	165	195	235
% год к году	19	20	19	-30	32	24	18	18	21
% к ВВП	11.4	10.4	9.7	9.2	9.7	9.4	9.1	9.0	8.9
% к общему объему экспорта	37	38	34	37	36	36	39	43	47
Импорт товаров	164	223	292	192	172	245	300	360	425
% год к году	31	36	31	-34	31	28	22	20	18
% к ВВП	16.6	17.2	17.5	15.6	16.1	16.4	16.6	16.6	16.2
Торговое сальдо	139	131	180	112	115	140	120	95	80
% год к году	18	-6	37	-38	50	25	-14	-21	-16
% к ВВП	14.0	10.1	10.8	9.1	10.7	9.4	6.6	4.4	3.0
Прямые иностранные инвестиции	30	55	75	37	19	40	48	62	83
% к ВВП	3.0	4.2	4.5	3.0	2.8	2.7	2.7	2.9	3.2
Банки	3	7	10	6	2	5	8	12	18
% к ВВП	0.3	0.6	0.6	0.5	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7
Прочие сектора	27	48	65	30	17	35	40	50	65
% к ВВП	2.7	3.7	3.9	2.5	2.5	2.3	2.2	2.3	2.5
Чистый отток капитала	41	82	-133	-57	-16	-25	30	52	80
% к ВВП	4.2	6.3	-8.0	-4.6	-1.5	-1.7	1.7	2.4	3.0
Банки	28	46	-57	-30	16	17	40	52	65
% к ВВП	2.8	3.5	-3.4	-2.5	1.5	1.1	2.2	2.4	2.5
Прочие сектора	14	37	-76	-27	-32	-42	-10	0	15
% к ВВП	1.4	2.8	-4.6	-2.2	-3.0	-2.8	-0.6	0.0	0.6

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

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

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Рынок акций

Два разных рынка

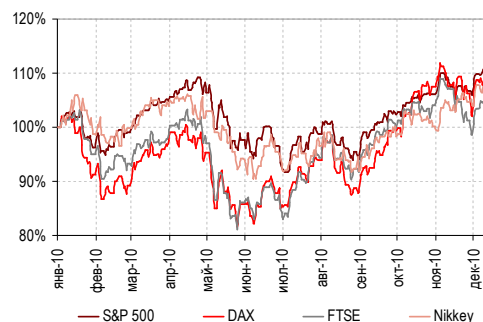
В 2010 г. мы фактически видели разделение российского рынка акций на два разных рынка – рынок акций нефтегазовых компаний, по итогам года продемонстрировавший рост около 15 %, и весь остальной рынок, который вырос более чем на 30 %. Рыночная оценка этих двух секторов также кардинально различается. Если бумаги нефтегазовых компаний сейчас торгуются со средневзвешенным коэффициентом P/E 11 около 4.4, то российские бумаги за пределами нефтяного сектора – выше около 11. Первые в 2011 г., вполне вероятно, продемонстрируют снижение прибыли, а вторые – ее резкий рост.

Наши прогнозы на 2011 год не предполагают, что, подобно ситуации этого года, нефтегазовый сектор будет значительно отставать от рынка: благодаря наличию потенциала роста в бумагах ЛУКОЙЛа и Башнефти и уже сравнительно низкой оценке сектор в целом в 2011 г. вполне способен продемонстрировать рост, сопоставимый с ростом индекса РТС, значение которого на которого на конец 2011 г. мы оцениваем в 1950 пунктов. При этом лучше рынка могут выглядеть бумаги металлургической отрасли, сектора электроэнергетики и потребительского сектора. Лучшие бумаги могут продемонстрировать рост в пределах 25-50 %, в то время как ряд акций через год вполне могут стоить и дешевле текущих уровней.

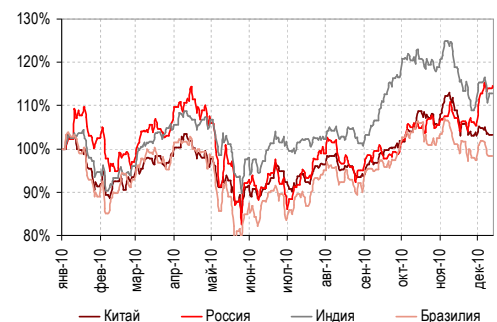
Мировые рынки

Уходящий 2010 год стал не самым плохим годом для мировых рынков акций, хотя, конечно, едва ли сравнимым по динамике с годом предыдущим.

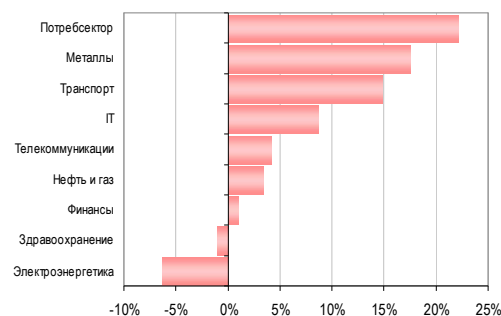
Мировые фондовые индексы: развитые рынки (в USD)



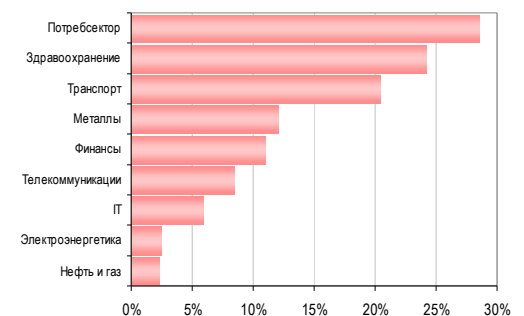
Индексы MSCI: развивающиеся рынки



Отраслевые индексы MSCI: мир в целом



Отраслевые индексы MSCI: развивающиеся рынки



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Если в традиционно спокойные последние две недели не случится ничего экстраординарного, можно будет сказать, что большинство ключевых мировых фондовых индексов по итогам года продемонстрировали умеренный рост. Наиболее сложный период в году рынки пережили в мае-

июне, когда большинство ведущих индексов растеряли весь свой рост с начала года ушли в минус, что было связано с опасениями относительно состояния государственных финансов в ряде стран еврозоны и тревогами относительно замедления мировой экономики в целом.

Впрочем, действия ЕЦБ, ключевых европейских стран и ФРС, эффективность которых нам, по-видимому, еще предстоит оценить в 2011 г., помогли рынкам справиться с этими переживаниями и завершить год на максимальных уровнях с кризисной осени 2008-го.

В целом можно сказать, что интерес инвесторов к развивающимся рынкам в 2010 г. был выше, чем к развитым, что подтверждается статистикой EPFR (приток в фонды развивающихся рынков с начала года превысил \$ 80 млрд на фоне близких к нулю притоков в глобальные фонды акций), однако не сильно заметно по динамике рыночных индексов ключевых развивающихся рынков – стран BRIC, которые по итогам года продемонстрировали рост, вполне сопоставимый с развитыми площадками (10-20 %). В то же время довольно неплохо себя проявили более мелкие развивающиеся рынки: фондовые индексы Таиланда, Турции и Индонезии показывают рост с начала года на 38, 24 и 26 % соответственно.

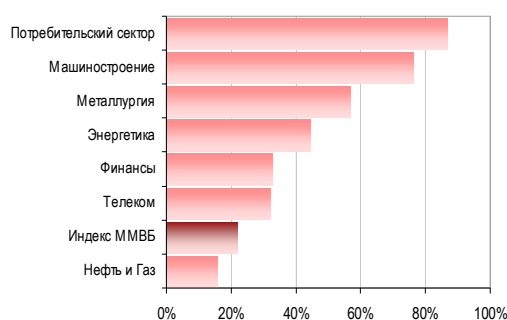
В отраслевом разрезе как на развитых, так и на развивающихся рынках «отраслью года» стал потребительский сектор, что, по-видимому, связано с тем, что компании сектора не столь сильно пострадали от кризиса 2008 г., как это ранее закладывал рынок, а продолжили свое развитие. Примерно то же самое можно сказать и о транспортном секторе, в то время как металлургическая отрасль выиграла от роста цен на биржевые металлы на фоне рекордно низкой стоимости денег.

Компании крупнейшей из представленных на российском рынке отраслей – нефтегазового сектора – выглядели в основном хуже рынка как на развитых, так и на развивающихся площадках, что вполне объяснимо: цены на нефть и, тем более, природный газ не демонстрировали резкого роста, а новые проблемы у компаний сектора появились – достаточно вспомнить аварию на платформе BP в Мексиканском заливе.

Российский рынок акций

Динамика российского рынка акций в 2010 г. не слишком сильно отличалась от динамики мировых площадок, разве что колебания, как обычно, были заметно больше, чем на ключевых развитых рынках. Лидером роста по общемировой тенденции стал потребительский сектор (которому еще и помогла сделка PepsiCo – Вимм-Билль-Данн с премией более 60 % к цене российских бумаг), а также металлургическая отрасль. Неплохо выглядело и машиностроение, в первую очередь благодаря отличной динамике бумаг АвтоВАЗа. Бумаги трех ключевых представителей этих секторов – уже упомянутых ВБД и АвтоВАЗа, а также Северстали – продемонстрировали по итогам года рост более чем на 100 %.

Динамика отраслевых индексов ММВБ с начала года



Лидеры и аутсайдеры рынка с начала года



Источники: Bloomberg, ММВБ

В числе главных аутсайдеров года прочно обосновались акции крупнейшего для России нефтегазового сектора и бумаги сотовых операторов, как это не выглядит странным, учитывая динамику акций «смежного» потребительского сектора. В первом случае такое положение объясняется особенностями налогообложения и негативными тенденциями в добыче, во втором – усилением конкуренции и не самыми удачными произошедшими и предполагаемыми сделками M&A.

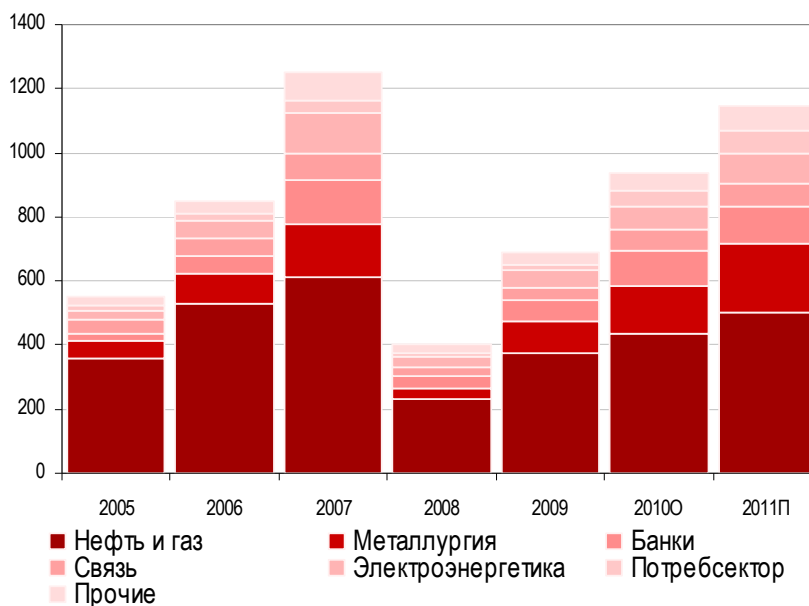
Отметим также, что, в отличие от 2009 г., в уходящем году рынок рос не только вверх, но и вширь: к концу года совокупная рыночная капитализация публичных российских компаний (в т. ч. и с иностранной пропиской) увеличилась по сравнению с прошлогодним уровнем более чем на треть и, по нашим подсчетам, составила около \$ 940 млрд, в том числе и за счет новых размещений, которые дали рынку таких крупных эмитентов, как ОК РУСАЛ (капитализация – \$ 20 млрд), Mail.ru (\$ 8 млрд), O'Key (\$ 4 млрд.)

Крупнейшие IPO/SPO Российских компаний в 2010 г.

Компания	Пакет*	Объем привлечения, \$		Комментарий
		Первоначальные планы	Результат	
РУСАЛ	10.8%	1880-2590	2 210	Размещение прошло успешно
КТК	до 38%	295-398	96	Компания снизила ценовой диапазон и объем размещения
Уралхим	до 42%	547-708	0	IPO не состоялось
Протек	-22%	354-514	400	Размещение состоялось ближе к нижней границе ценового диапазона
Русское море	до 27%	130-173	90	Размещение прошло по нижней границе ценового диапазона, компания снизила объем предложения
Мечел-п	11%	400-550	229	Объем и цена размещения снижены
ЛСР	10%	468-515	398	Компания снизила ценовой диапазон, разместила на нижней границе
EDC	8%	227	227	Компания разместила бумаги с дисконтом к рынку около 5%
Черкизово	7%	102	63	Снижен объем и цена размещения
Синергия	15%	104-115	104	Размещение прошло по нижней границе ценового диапазона
IRC	34%	376-513	240	Снижен объем и цена размещения
Mail.ru	18%	765-1003	1003	Размещение прошло успешно
Окей	14%	377-491	419	Размещение прошло успешно
Мостотрест	40%	388-496	388	Размещение прошло по нижней границе ценового диапазона
Трансконтейнер	36%	395-495	400	Размещение прошло вблизи нижней границы ценового диапазона
Мечел-п	6%	135	135	Размещение прошло с переподпиской
Итого		6853-8934	6 402	

Благодаря появлению на рынке новых крупных компаний и отставанию бумаг нефтегазовой отрасли от рынка в целом доля нефтегазового сектора в общей капитализации российского рынка по итогам уходящего года, по нашим оценкам, сократится с 55 до 46 %, достигнув исторического минимума для российского рынка акций. Мы ожидаем, что эта тенденция продолжится в следующем году, в котором опять можно будет ожидать целого ряда первичных размещений от эмитентов, не связанных с добычей нефти и газа.

Капитализация российского рынка акций по отраслям, \$ млрд



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Вопросы стоимости

Динамика агрегированных показателей по компаниям, входящим в индекс РТС*

% год-к-году	2008	2009	2010 О	2011 П
Выручка	35.3	-29.3	30.5	8.9
Операционная прибыль	54.2	-39.4	31.9	1.1
ЕБИТДА	36.1	-36.0	34.6	3.2
Чистая прибыль	-3.1	-27.5	44.8	0.6
Чистый долг	-12.8	20.5	-18.2	-21.8
Операционный денежный поток	49.8	-32.7	44.5	-0.8
CAPEX	34.5	-33.5	25.9	-2.9
Чистый денежный поток	900	-30.4	130.5	4.1
P/E	8.1	11.1	7.7	7.6
P/FCF	28.7	41.2	17.9	17.2
EV/ЕБИТДА	4.3	6.8	5.0	4.9
Чистый долг/ЕБИТДА	0.4	0.8	0.5	0.4

* - представлены покрываемые Аналитическим департаментом Банка Москвы компании, без учета банков

Источники: данные компаний, прогнозы Аналитического департамента Банка Москвы

По нашим оценкам, в настоящий момент российский рынок торгуется с мультипликатором P/E 11 для индекса РТС около 7.6, что заметно ниже, чем соответствующие мультипликаторы практически всех крупных развивающихся рынков, и соответствует 34%-ному дисконту к мультипликатору MSCI Emerging Markets. Однако такое сравнение обманчиво: дело в том, что почти 50 % в индексе РТС занимают компании нефтегазовой отрасли, прибыль которых в условиях относительно стабильных цен на нефть, укрепления рубля, стагнирующей добычи, сохраняющегося инфляционного давления и отмены в 2011 г. ряда льгот может продемонстрировать падение, а не рост. В результате агрегированный показатель чистой прибыли по индексу РТС в 2011 г., по нашим прогнозам, вырастет всего на 1 %, в то время как чистая прибыль компаний, входящих в MSCI Emerging Markets, согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, увеличится на 26 %. Столь разительное различие в ожидаемой динамике финансовых показателей, очевидно, делает сравнение по P/E индекса РТС с иностранными аналогами малоинформативным, а выводы о значительной недооцененности российского рынка – не слишком обоснованными.

По-другому будет выглядеть ситуация, если посмотреть оценку стоимости и динамику

финансовых показателей российских компаний за пределами нефтегазового сектора. Мультипликатор P/E 11 такого «усеченного» российского рынка возрастает до 11.0, что выше многих развивающихся рынков и соответствует дисконту лишь в 3% к мультипликатору MSCI EM.

Динамика агрегированных показателей по компаниям, входящим в индекс РТС*, за исключением нефтегазового сектора

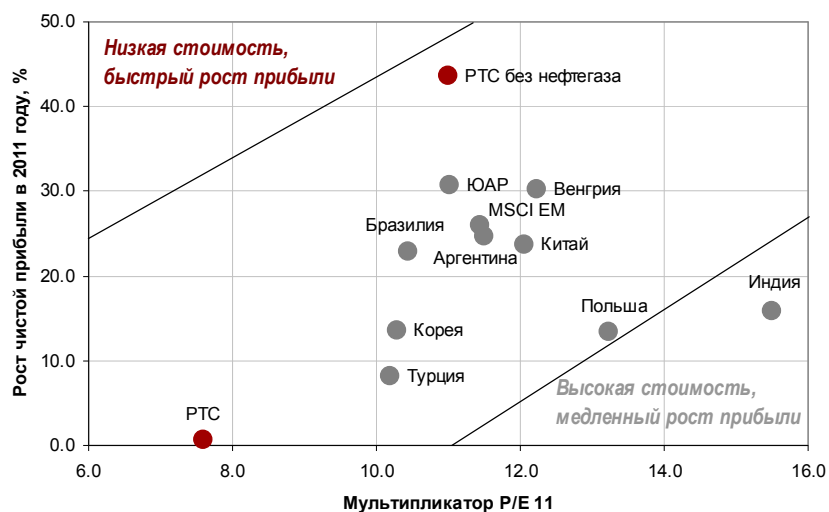
% год-к-году	2008	2009	2010 О	2011 П
Выручка	32.1	-31.3	43.0	11.3
Операционная прибыль	70.9	-38.6	33.3	21.9
ЕБИТДА	21.4	-43.9	54.6	24.8
Чистая прибыль	-27.0	-51.8	157.1	44.0
Чистый долг	52.1	-2.5	18.3	2.6
Операционный денежный поток	37.8	-37.1	25.4	32.5
CAPEX	37.8	-52.1	44.3	11.5
Чистый денежный поток	отр.	н/д	-61.3	489.8
P/E	19.6	40.6	15.8	11.0
P/FCF	-67.1	89.3	230.4	39.1
EV/ЕБИТДА	6.8	12.1	7.8	6.3
Чистый долг/ЕБИТДА	0.6	1.0	0.7	0.6

* - представлены покрываемые Аналитическим департаментом компании, без учета банков и нефтегазового сектора

Источники: данные компаний, прогнозы Аналитического департамента Банка Москвы

Однако без учета нефтегазового сектора прибыль российских компаний в 2011 г. также будет расти заметно быстрее: по нашим оценкам, в следующем году она вырастет на 44%, в основном за счет кратного роста данного показателя в черной металлургии, результаты которой по прибыли в 2010 г. были достаточно скромными, в т.ч. из-за разовых факторов. Столь существенный рост финансовых показателей делает российский рынок без нефтегаза привлекательным по сравнению с иностранными аналогами даже при достаточно высоком мультипликаторе P/E.

Мультипликатор P/E 11 и рост чистой прибыли на развивающихся рынках



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Чего ждать в 2011 г.?

Наши прогнозы на 2011 год не предполагают, что, подобно ситуации этого года, нефтегазовый сектор будет значительно отставать от рынка. Благодаря наличию потенциала роста в бумагах ЛУКОЙЛа и Башнефти и уже сравнительно низкой оценке сектор в 2011 г. вполне способен продемонстрировать рост, сопоставимый с ростом индекса РТС в целом. Тем не менее, доля сектора на российском рынке, по всей видимости, продолжит снижаться, ведь на 2011 год запланирован целый ряд крупных первичных и вторичных размещений, в результате которых на рынке может появиться целый ряд новых крупных эмитентов из металлургического, угольного и банковского сектора. Если все намерения и рыночные слухи относительно новых размещений станут реальностью, то российские компании и их акционеры в 2011 г. могут привлечь на фондовом рынке \$ 25-30 млрд – в 4-5 раз больше, чем по итогам 2010 г.

Влияние столь крупных размещений на рынок неоднозначно. С одной стороны, неизбежное перед IPO повышение открытости российских компаний и маркетинг новых размещений будут способствовать усилению покупательского интереса к рынку в целом. С другой стороны, сумма в \$ 25-30 млрд совсем не малая для развивающихся рынков: это около трети всего притока, который, по данным EFPR, получили фонды, инвестирующие в развивающиеся рынки акций в не самом плохом 2010 г., и для того, чтобы купить что-то новое, участники рынка могут предпочесть продать что-то из своих текущих вложений. А ведь планы по IPO на 2011 год есть не только у российских компаний...

Возможные IPO/SPO российских компаний в 2011 г.

Компания	Отрасль
Металлоинвест	Металлургия
Евросибэнерго	Электроэнергетика
СУЭК	Угольные холдинги
ЕвроХим	Минеральные удобрения
ЧТПЗ	Трубная промышленность
Газпромбанк	Банки
ВТБ (SPO)	Банки
Сбербанк (SPO)	Банки
Роснефть (SPO)	Нефть и газ
Совкомфлот	Транспорт
2я грузовая компания	Транспорт
Nord Gold	Золотодобыча
Мечел (прив. акции)	Металлургия
Башнефть	Нефть и газ
ТАИФ	Нефтепереработка/нефтехимия
НМТП (SPO)	Транспорт
Трансаэро	Авиaperезовки
ЭМА Альянс	Машиностроение
Банк Восточный	Банки

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Что касается отраслевой динамики, то, на наш взгляд, шансы стать лучше рынка в 2011 г. имеют сектор черной металлургии, где важной идеей мы считаем рост внутреннего рынка стали, особенно в свете начинающейся подготовки к Чемпионату мира по футболу 2018 г. в России, а также бумаги электроэнергетических компаний и ряда компаний потребительского сектора, чей сбыт также ориентирован на растущий российский спрос. Относительно ЧМ-2018, право на проведение которого Россия получила лишь недавно, стоит особенно отметить, что тема инфраструктурного строительства в преддверии этого события может стать важной идеей на российском рынке акций уже в первой половине 2011 г. Фондовые рынки двух последних государств, выигрывавших право на, выглядели достаточно сильно на протяжении нескольких месяцев после объявления решения FIFA, хотя делать глубокие выводы по двум случаям все-таки сложно.

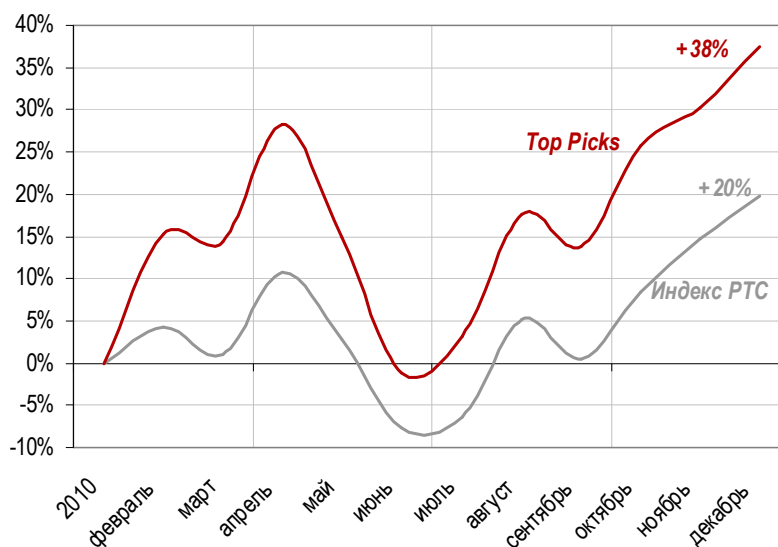
Выигрыш права проведения ЧМ и фондовый рынок

Страна	Дата объявления	Динамика рынка, %				
		1 нед.	1 мес.	3 мес.	6 мес.	1 год
ЮАР-2010	15 мая 2004	3.4	3.0	8.8	25.9	30.9
MSCI EM		2.5	1.4	3.1	22.6	31.3
Лучше (+)/Хуже рынка, %		0.9	1.6	5.7	3.3	-0.4
Бразилия-2014	30 октября 2007	1.4	-2.6	-7.7	8.3	-53.7
MSCI EM		-2	-6.8	-18.1	-10.5	-57.9
Лучше (+)/Хуже рынка, %		3.4	4.2	10.4	18.8	4.2
Россия-2018	2 декабря 2010	-2.3				
MSCI EM		0.2				
Лучше (+)/Хуже рынка, %		-2.5	?	?	?	?

Top Picks

Последние два года мы регулярно представляем нашим читателям список 10 бумаг, которые мы выделяем как лучшие идеи на российском рынке акций. При этом в зависимости от рыночной конъюнктуры в этом году мы в некоторые месяцы сокращали данный список до 6 компаний. Инвесторы, которые следовали нашим рекомендациям, могли заработать за 2010 год около 38 %, что значительно превосходит 19%-ную доходность индекса РТС (наш результат мог быть и лучше, если бы не форс-мажорное событие – трагедия на шахте «Распадской» в мае с.г., которая «отняла» 30 % у присутствовавших в наших ключевых рекомендациях акциях компании, или около 3 % доходности top picks по итогам года в целом). Всего за год в списке ключевых рекомендаций побывали 23 бумаги, из которых в 19 случаях инвесторы могли закрыть свои позиции в плюс (в одном случае – с доходностью более 100 %) и в 4 вынуждены были зафиксировать убытки.

Помесячная динамика Top Picks и индекса РТС



Источники: РТС, Bloomberg, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

В рамках текущей стратегии мы вновь представляем список из 10 ключевых рекомендаций, который по сравнению с нашей последней ежемесячной стратегией существенно обновлен. Общее для всех компаний в списке – их существенная ориентация на внутренний рынок. Две нефтегазовые компании – ЛУКОЙЛ и особенно Башнефть – имеют высокую долю переработки и продаж нефтепродуктов внутри РФ, металлурги (Северсталь и ММК) зарабатывают основную часть прибыли и расширяют производство внутри России. То же можно сказать и о компаниях угольного сектора (Распадской и Мечеле), и тем более о бумагах сектора электроэнергетики (ОГК-1, ОГК-5) и потребительской отрасли (Х5 и Синергии).

Дешевые и дорогие бумаги

Помимо списка Top Picks мы представляем вашему вниманию еще три рейтинга – наиболее дешевых, наиболее дорогих по мультипликатору EV/EBITDA 11 бумаг и акций, которые могут выстрелить по итогам 2011 г. при определенных сценариях, но которые не включены в список наших ключевых рекомендаций в базовом варианте.

Как резонно ожидать, в списке самых дорогих бумаг по мультипликаторам преобладают компании потребительского сектора, высокая оценка которых объясняется хорошими темпами роста бизнеса, и сектора машиностроения, которые имеют высокую EV из-за значительной долговой нагрузки.

Самые дорогие бумаги по EV/EBITDA 11

Компания	Цена \$	Цель \$	Потенциал	EV/EBITDA 11	Рекомендация
Вимм-Билль-Данн	32	33	2%	17.8	держат
АвтоВАЗ	1.2	0.9	-28%	16.6	продавать
НОВАТЭК	9.9	9.38	-6%	15.7	продавать
Силовые машины	0.30			15.0	держат
СТС Media	22.7	26.5	17%	14.8	покупать
ОГК-3	0.05	0.06	15%	14.5	держат
Уралкалий	7.19	5.03	-30%	14.5	продавать
Магнит (GDR)	28.1	31.3	11%	14.2	держат
Полнос Золото	60.0	70.7	18%	11.7	держат
КАМАЗ	2.4	2.2	-7%	11.7	продавать

Самые дешевые бумаги по EV/EBITDA 11

Компания	Цена \$	Цель \$	Потенциал	EV/EBITDA 11	Рекомендация
Дальсвязь	4.37	4.38	0%	2.1	держат
Ленэнерго	0.8	1.2	н/д	2.3	покупать
МРСК СК	5.93	8.5	43%	2.3	покупать
Сургутнефтегаз	0.99	1.0	2%	2.4	держат
Волгателеком	4.61	4.61	0%	2.9	держат
МРСК Центра	0.04	0.05	13%	3.0	держат
ССТ	1.0	1.0	0%	3.1	держат
МРСК Юга	0.006	0.006	1%	3.1	держат
Сибирьтелеком	0.088	0.0880	0%	3.1	продавать
МРСК Урала	0.011	0.0138	27%	3.1	покупать

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Абсолютное большинство списка самых дешевых по мультипликаторам компаний составляют акции небольших МРК и электросетевых компаний. Однако если первых на рынке скоро не останется (они будут обменены по уже утвержденным коэффициентам на бумаги Ростелекома), то акции некоторых электросетей с переходом на RAB представляют привлекательные возможности для инвестиций.

Среди бумаг, которые могут удивить, мы выделяем три компании – ИнтерРАО, Норильский никель и Магнит.

Бумаги, которые могут выстрелить

компания	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
Интер РАО	электроэнергетика	0.0016	0.0018	16%	В следующем году основной инвестицией в акциях ИнтерРАО будет реализация компанией своих планов по консолидации. В данной связи мы полагаем, что акции компании имеют высокий потенциал для последующих переоценок, которые ввиду масштабности предстоящей сделки не могут быть полностью учтены в модели компании.
Норильский никель	цветная металлургия	219	250	14%	Борьба за контроль над компанией между РУСАЛом и Интеросом в 2011 г. может обостриться; нельзя исключать и скупку акций на открытом рынке, которая может существенно увеличить цену бумаг ГМК. Другой повод "выстрелить" акциям компании предоставляет ситуация на рынке меди, где в 2011 г. не исключен своеобразный "корнер".
Сбербанк	банки	3.46	4.10	18%	Катализатором роста котировок Сбербанка может стать приватизация части госпакета акций и запуск программы депозитарных расписок. Сравнительно небольшой (не более 7.6 %) пакет акций, выставляемый на продажу, при расширении круга потенциальных инвесторов может обеспечить успех размещению.
Газпромнефть	нефть и газ	4.22	5.03	19%	Триггером роста бумаг может стать продолжение процесса передачи компании нефтяных месторождений Газпрома, а также эффект низкой базы (а этом году бумаги SIBN выглядели хуже рынка). При этом компания обладает одним из лучших в РФ соотношением Переработка/Добыча (около 80 %), что в условиях сохраняющейся высокой маржи переработки внутри РФ является важным конкурентным преимуществом Газпром нефти.
VimpelCom Ltd.	VIP.N	14.56	17.50	20%	Бумаги VimpelCom Ltd. могут показать значительный рост при прояснении ситуации вокруг сделки по покупке Weather Investment. На данный момент наибольший вопрос вызывает ситуация вокруг входящего в Weather алжирского оператора Djezzy, который имеет серьезные проблемы с властями страны. На наш взгляд, существует вероятность того, что акционеры VimpelCom проголосуют против сделки или ее параметры улучшатся для теперь уже не российского оператора. Например, Djezzy будет продан правительству Алжира по цене, близкой к рыночной.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

Надежд на снижение налоговой нагрузки на нефтяной сектор в условиях дефицита российского бюджета мало, а значит, потенциал роста бумаг нефтяных компаний может быть связан лишь с возможным ростом цен на нефть, особенно рассчитывать на который не приходится. В газовом секторе мы ожидаем, что спотовые цены на газ в Европе будут оставаться под давлением из-за избыточного предложения, и не только не видим существенного потенциала роста котировок. При этом лучшими идеями среди нефтегазовых компаний мы считаем бумаги ЛУКОЙЛа и Башнефти – компаний, имеющих высокую долю нефтепереработки и достигших существенного прогресса в задаче максимизации свободных денежных потоков.

Металлургия

В 2000-х годах главным фактором роста на мировом рынке стали был Китай, активно «пылесосивший» мировые рынки сырья, что толкало вверх и цены на готовую продукцию. Сейчас существуют весомые риски того, что в следующем десятилетии эта ситуация не повторится, однако в этих условиях российских металлургов может выручить быстрорастущий внутренний рынок, перспективы которого тем более улучшаются с ожиданием масштабных инфраструктурных вложений в преддверии ЧМ-2018. В секторе нам больше всего нравятся бумаги компаний с высокой долей реализации внутри РФ – Северстали и ММК, а также акции угольных компаний, которые в 2011 г. могут продемонстрировать значительный рост операционных показателей – Распадской и Мечела.

Банковский сектор

Банковский сектор продолжит посткризисное восстановление в 2011 г. Отложенный спрос на кредитные ресурсы вкупе с исторически низкими процентными ставками должен привести к ускорению роста кредитного портфеля банков до 15-20 %. Несмотря на все еще существенные отчисления в резервы, в 2010 г. банковский сектор может получить рекордную прибыль, а в 2011 г. – приумножить ее. Впрочем, рынок уже закладывает эти ожидания в текущие котировки. Потенциал роста банковских акций в настоящее время невысок, но нам по-прежнему нравятся акции Сбербанка, которые сочетают в себе фундаментальную идею ставки на развитие банковского сектора и спекулятивный потенциал при запуске программы DRи приватизации части госпакета акций.

Электроэнергетика

Акции генерирующих компаний два года радовали рынок своей динамикой. Следующий год обещает стать не менее интересным. Вместе с окончанием довольно длительного периода перехода к свободному рынку сектор вновь возвращается в 2006-2008 гг., когда стоимость компаний определяли коэффициенты конвертации или ожидание оферты. Как минимум первая половина следующего года пройдет на фоне слияний и поглощений, которые будут способствовать сохранению спекулятивного интереса к акциям компаний сектора. С фундаментальной точки зрения мы выделяем акции ОГК-5, ОГК-1 и ОГК-2 как бумаги с наибольшим потенциалом роста. Мы также обращаем внимание на бумаги ИнтерРАО: несмотря на относительно невысокий потенциал, акции компании могут подвергнуться существенной переоценке уже в среднесрочном периоде.

Телекоммуникации

Сектор мобильной связи из-за растущей конкуренции на телекоммуникационных рынках России и рисков, связанных с M&A-стратегией российских сотовых компаний, в 2010 г. стал одним из главных аутсайдеров рынка, в то время как бумаги МРК, напротив, продолжили дорожать на фоне прогресса в консолидации с Ростелекомом. В настоящий момент мы считаем, что бумаги объединенного Ростелекома стоят слишком дорого, а акции МРК, обеспечивающие более дешевый вход в объединенную компанию, – вполне адекватно. В сегменте мобильной связи мы ожидаем, что конкуренция в 2011 г. останется высокой, а новые сделки M&A, которые в уходящем году не всегда позитивно воспринимались рынком, весьма вероятны. Тем не менее, на наш взгляд, текущие ценовые уровни по бумагам МТС и VimpelCom не только полностью учитывают вышеуказанные риски, но и предполагают потенциал роста около 20 %.

Индекс РТС

Наш таргет по индексу РТС на конец 2011 г. составляет 1 950 пунктов, что соответствует потенциалу роста приблизительно в 13 % к текущему уровню. Наш таргет по индексу РТС подразумевает, что рост на российском рынке акций в 2011 г., вероятнее всего, не будет синхронным. Некоторые эмитенты подорожают на 25-50 %, а некоторые бумаги через год могут стоить дешевле нынешних уровней.

Распределение рейтингов в рекомендациях Аналитического департамента Банка Москвы

	Покупать	Держать	Продавать
Всего рекомендаций	32	30	26
%	36	34	30

Основные рекомендации: голубые фишки

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2011г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	РусГидро	0.053	0.073	38%	покупать
2	Лукойл	57.11	73.25	28%	покупать
3	Евраз Групп	33.93	42.1	24%	покупать
4	VimpelCom Ltd.	14.56	17.50	20%	покупать
5	Газпромнефть	4.22	5.03	19%	покупать
6	Сбербанк	3.46	4.10	18%	покупать
7	МТС-ADR	20.5	23.80	16%	покупать
8	Интер РАО	0.0016	0.0018	16%	покупать
9	Норильский никель	219	250	14%	держать
10	ВТБ	6.65	7.60	14%	держать
11	Газпром	6.31	7.08	12%	держать
12	ФСК	0.0118	0.0122	3%	держать
13	Сургутнефтегаз	0.99	1.01	3%	держать
14	Роснефть	7.06	7.08	0%	держать
15	Татнефть	4.81	4.72	-2%	продавать
16	Уралкалий	7.19	5.03	-30%	продавать

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основные рекомендации: второй эшелон

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2011г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Второй эшелон					
1	Распадская	6.75	9.92	47%	покупать
2	Мечел-п	8.95	13.0	45%	покупать
3	МРСК СК	5.930	8.500	43%	покупать
4	МРСК ЦП	0.0097	0.0138	42%	покупать
5	Ленэнерго	0.847	1.200	42%	покупать
6	ОГК-5	0.092	0.13	41%	покупать
8	МРСК СЗ	0.0075	0.0105	40%	покупать
9	Мечел	27.64	38.3	39%	покупать
10	Северсталь	16.39	22.7	39%	покупать
11	ОГК-1	0.0377	0.0520	38%	покупать
12	ММК	1.07	1.48	38%	покупать
13	ОГК-2	0.059	0.081	37%	покупать
15	Башнефть	43.90	58.5	33%	покупать
16	ВСМПО	118	157	33%	покупать
17	Х5	41.50	55.00	33%	покупать
18	МТС-локальные	8.55	11.20	31%	покупать
19	МОЭСК	0.0553	0.0712	29%	покупать
20	МРСК Волги	0.0058	0.0075	29%	покупать
21	МРСК Урала	0.011	0.014	27%	покупать
23	Холдинг МРСК	0.181	0.226	25%	покупать
24	М-Видео	8.822	11.000	25%	покупать
25	Дикси	13.67	16.80	23%	покупать
26	ОГК-4	0.099	0.121	22%	покупать
27	Синергия	46.66	55.00	18%	покупать
28	Полюс Золото	60.0	70.7	18%	держать
29	Калина	27.71	32.00	15%	держать
31	ОГК-3	0.05	0.063	15%	держать
32	МРСК Сибири	0.0100	0.0115	14%	держать
33	Уралсвязьинформ	0.0480	0.047	14%	держать
34	Полиметалл	19.00	21.64	14%	держать
35	МРСК Центра	0.042	0.047	13%	держать
36	Сургутнефтегаз п.	0.50	0.56	12%	держать
38	Sollers	21.027	23.700	13%	держать
39	Фармстандарт	26.85	30.0	12%	держать
40	Магнит (GDR)	28.100	31.300	11%	держать
41	Верофарм	47.25	50.0	6%	держать
42	Банк Санкт-Петербург п	5.803	6.100	5%	держать
43	Магнит (локальные акции)	129.4	136.0	5%	держать
44	Ростелеком п.	2.68	2.81	5%	держать
46	Банк Санкт-Петербург	5.213	5.400	4%	держать
47	ФСК	0.0118	0.0122	3%	держать
48	Вимм-Билль-Данн	32.23	33.00	2%	держать
49	Казаньоргсинтез	0.236	0.242	2%	держать
50	МРСК Юга	0.0064	0.0065	1%	держать
51	Сибирьтелеком	0.088	0.088	0%	держать
52	СЗТ	1.000	1.002	0%	держать
54	Волгателеком	4.61	4.61	0%	держать
55	С.А.Т. oil	9.48	9.37	-1%	продавать
56	Акрон	36.53	35.800	-2%	продавать
57	Росинтер	23.635	23.000	-3%	продавать
58	ОГК-6	0.043	0.042	-3%	продавать
59	Сильвинит	888	843	-5%	продавать
61	Новатэк	9.93	9.38	-6%	продавать
62	КАМАЗ	2.37	2.20	-7%	продавать
63	Интегра	3.59	3.28	-9%	продавать
64	НЛМК	4.39	3.82	-13%	продавать
65	ТНК-ВР	2.78	2.36	-15%	продавать
66	Татнефть п.	2.71	2.25	-17%	продавать
67	Нижнекамскнефтехим	0.78	0.58	-25%	продавать
69	АвтоВАЗ	1.242	0.90	-28%	продавать
70	БК Евразия	31.3	20.0	-36%	продавать

Источники: ММББ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

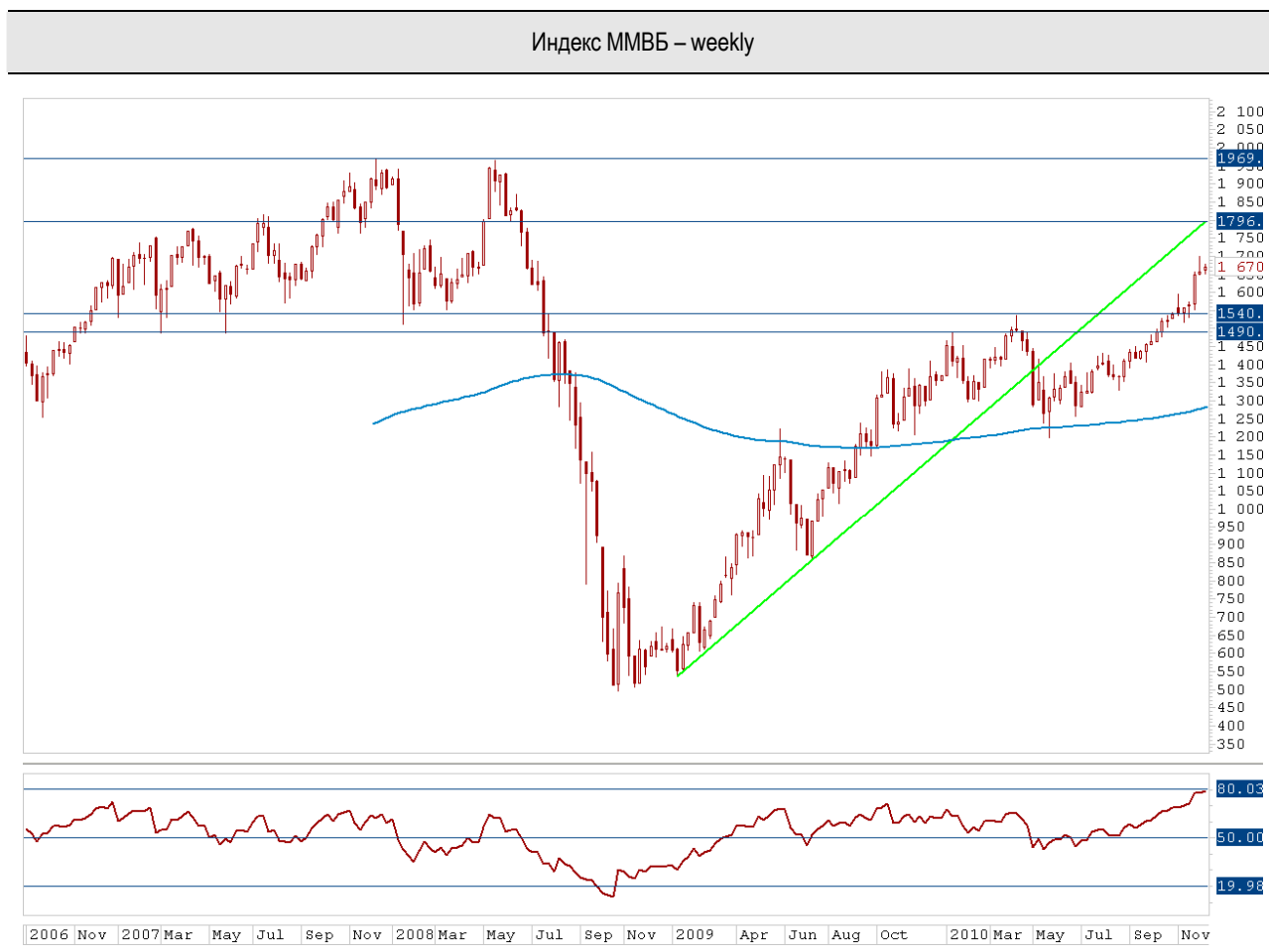
Лучшие идеи

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
ЛУКОЙл	LKOH	нефть и газ	57.11	73.25	28%	Позитивное влияние на бумаги LKOH может оказать завершение к маю продаж акций ЛУКОЙла американской SococoPhillips, продолжение реализации стратегии, направленной на максимизацию FCF, рост добычи на каспийских проектах, восстановление маржи переработки в Европе
Башнефть	GAZP	нефть и газ	43.90	58.53	33%	Основными драйверами роста котировок BANE могут стать высокий уровень денежного потока, генерируемый компанией (основная причина - низкий капитальных вложений), сохраняющийся благоприятный режим налогообложения в downstream и возможное партнерство с индийской ONGC.
Северсталь	CHMF	металлургия	16.39	22.70	39%	Благодаря хорошему контролю над издержками, реструктуризации активов и удачным инвестициям в золото Северсталь уже в 2010 году продемонстрировала неплохие финансовые результаты. Мы ожидаем, что в 2011 году компании удастся закрепить успех, чему будет способствовать рост продаж на внутреннем рынке, на котором Северсталь является одним из основных игроков. Дополнительным драйвером роста для бумаг компании может стать выделение золотодобывающего бизнеса.
ММК	MAGN	металлургия	1.07	1.48	38%	ММК имеет наиболее высокую среди российских металлургов долю продаж на быстрорастущем внутреннем рынке и целый портфель проектов по увеличению своих мощностей с прицелом на удовлетворения внутреннего спроса. Мы считаем стратегию комбината правильной в нынешних условиях, что, наконец, должно получить оценку на рынке, который ранее настороженно относился к бумагам ММК из-за низкой сырьевой интеграции.
ОГК-1	OGKA	электроэнергетика	0.038	0.052	38%	ОГК-1 является одной из наиболее недооцененных компаний сектора. Отставание акций компании от сектора сначала объяснялось отсутствием стратега и, соответственно, перспектив, затем крупной допэмиссией, посредством которой ИнтерРАО должно было получить контроль над компанией. Мы полагаем, что в следующем году таких поводов не будет и бумаги ОГК-1 могут сократить отставание от сектора.
ОГК-5	OGKE	электроэнергетика	0.092	0.130	41%	У ОГК-5 уже практически завершена реализация инвестиционной программы, что снижает зависимость ее оценки от ситуации на рынке электроэнергии и мощности и делает бумаги интересными для покупки.
Распадская	RASP	угольная промышленность	6.75	9.92	47%	Восстановление пострадавшей от аварии шахты Распадская, которое будет происходить в течение 2011 года, станет мощным драйвером роста для все еще не оправившихся от катастрофы акций компании.
Мечел-п	MTL-P	угольная промышленность	9.15	13.00	42%	Рост операционных показателей Мечела за счет увеличения добычи угля на действующих месторождениях и начала добычи на Эльге позволит компании генерировать значительную чистую прибыль, 20% от которой согласно уставу направляется на дивиденды по привилегированным акциям. По нашим подсчетам, дивидендная доходность префов Мечела уже в этом году составит около 6%, а по итогам следующего - может превысить 10%.
X5	FIVE	розничная торговля	41.50	55.00	33%	Недавнее приобретение сети Копейка, одновременно увеличивает торговую площадь магазинов под управлением X5 на 25%. Ожидаемый синергетический эффект, заключающийся в оптимизации работы магазинов, улучшении закупочных условий, а также экономия на административных расходах должны позитивно сказаться на стоимости X5. Приобретение Копейки, а также ускорение открытий новых магазинов в 2011 г. должно снять вопросы у инвесторов относительно способности компании показывать сравнимые с Магнитом темпы роста бизнеса. Ускорение развития X5 может быть одним из поводов для сужения дисконта в сравнительной оценке с Магнитом, который составляет 14% по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E 2011П.
Синергия	SYNG	потребительский сектор	46.66	55.00	18%	Акции Синергии являются нашей основной инвестиционной идеей в потребительском секторе. Мы отмечаем способность компании показывать высокий рост объемов продаж за счет ключевых брендов, наличие собственной сильной дистрибьюторской платформы, расширение высокомаржинальных экспортных операций, а также возможностей для дальнейшей консолидации торговых марок на российском рынке (возможное приобретение водочной марки «Веда» даст возможность компании развиваться в смежных ценовых сегментах, используя существующую платформу дистрибуции). Бумаги компании торгуются с дисконтом в 50% по отношению к своим аналогам с развивающихся рынков по показателям EV/EBITDA и P/E 2011 г., что мы считаем несправедливым.

Взглянем на графики

Техническая картина на недельных графиках выглядит очень уверенно. Мы имеем устойчивый восходящий тренд, который в моменте несколько перегрет, но каких-то характерных разворотных фигур ещё не сформировал. Это предполагает, что после небольшой остановки/коррекции рост может возобновиться, и рынок имеет все шансы пойти в следующем году на штурм исторических максимумов.

Уровни сопротивления читаются достаточно четко – это 1800 и 1970 (исторический максимум). Поддержку мы видим на отметках 1600, 1540, 1490, 1435.



Источники: REUTERS, Аналитический департамент Банка Москвы

Борисов Денис, к.э.н.
Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н.
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Нефть и газ

Интерес представляют лишь отдельные бумаги

Уходящий год едва ли можно занести российским нефтегазовым компаниям в актив: темпы прироста капитализации большинства из них оказались ниже среднерыночных показателей (индекс Нефть и газ вырос на 15 % при увеличении индекса ММВБ на 21 %). При этом ключевой вопрос, связанный с необходимостью снижения нынешней высокой налоговой нагрузки на нефтяные компании, остается нерешенным, а значит, перспектив изменения ситуации в следующем году (особенно на фоне сохраняющегося дефицита российского бюджета) немного. Как следствие, надежды инвесторов в нефтяном секторе могут быть связаны исключительно с продолжением ралли на сырьевом рынке, однако мы не видим достаточного количества фундаментальных факторов, способных вызывать глобальную переоценку стоимости нефти, и полагаем, что среднегодовая цена Brent составит в 2011 г. \$ 85 за баррель.

В газовом секторе мы ожидаем, что спотовые цены в Европе продолжат оставаться под давлением избыточного предложения со стороны маргинальных производителей, а значит, Газпрому будет нелегко вернуть себе утраченные позиции. Кроме того, бумаги GAZP и особенно NVTK уже не выглядят дешевыми – следовательно, в отличие от нашей прошлогодней стратегии, мы не видим фундаментального превосходства газового сектора над нефтяным. Нашими ключевыми идеями на следующий год являются акции Башнефти и ЛУКОЙЛа, которые, по нашим оценкам, сохраняют достаточный потенциал для роста.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Газпром	GAZP	6.31	148 903	4.5	1.6	3.8	7.1	12%	держать
Лукойл	LKOH	57.11	44 627	5.6	0.5	3.5	73.2	28%	покупать
Роснефть	ROSN	7.06	67 789	7.0	1.4	4.5	7.08	0%	держать
ТНК-ВР	tnbp	2.78	41 692	7.0	1.1	4.6	2.36	-15%	продавать
Сургутнефтегаз	SNGS	0.99	35 211	6.6	0.5	2.4	1.01	3%	держать
Сургутнефтегаз п.	SNGSP	0.50	3 858				0.56	12%	держать
Газпром нефть	SIBN	4.22	19 927	4.7	0.8	3.9	5.03	19%	держать
Татнефть	TATN	4.81	9 995	7.3	0.8	5.3	5	-2%	продавать
Башнефть	BANE	43.90	7 470	5.4	0.7	3.7	58.5	33%	покупать
Татнефть п.	TATNP3	2.71	400				2.25	-17%	продавать
НОВАТЭК	NVTK	9.93	30 104	25.9	8.1	18.0	9.4	-6%	продавать
Транснефть п.	TRNFP	1 341	8 897	1.7	1.2	1.9			
БК Евразия	EDCLq.L	31.30	4 620	17.8	2.4	9.7	20.0	-36%	продавать
С.А.Т. oil	O2C	9.48	463	16.4	1.4	6.0	9.37	-1%	продавать
Интегра	INTEq.L	3.59	658	neg	0.9	6.1	3.28	-9%	продавать

Основные тенденции

Год выдался непростым для нефтяников: участники рынка, за редким исключением, предпочитали инвестиции в нефть вложениям в бумаги как мировых, так и российских нефтегазовых компаний. Среди ведущих эмитентов безусловным лидером роста в секторе стали бумаги НОВАТЭКа (+70 %) на фоне оптимистичных ожиданий рынка по перспективам роста добычи компании в ближайшие годы и «префы» Транснефти (+72 %), природа роста которых имеет мало общего с фундаментальным анализом. В 2011 г. в нефтяном секторе основные чаяния инвестсообщества по-прежнему будут связаны с ожиданием изменения принципов налогообложения сектора, и в следующем году любые новости на эту тему будут вызывать повышенную активность у рынка. В газовой отрасли инвесторы будут с нетерпением ждать дальнейших шагов по ценовой либерализации внутреннего рынка и внимательно следить за производственной динамикой газовых компаний, которая в случае с Газпромом вновь будет производной от спотовых цен на газ в ЕС.

В целом мы ожидаем, что прирост выручки в 2011 г. по сектору будет незначительным, при этом инфляция и курс окажут негативное влияние на динамику базовых показателей. Также в отсутствие масштабных инвестиций мы ожидаем сокращения чистого долга по сектору.

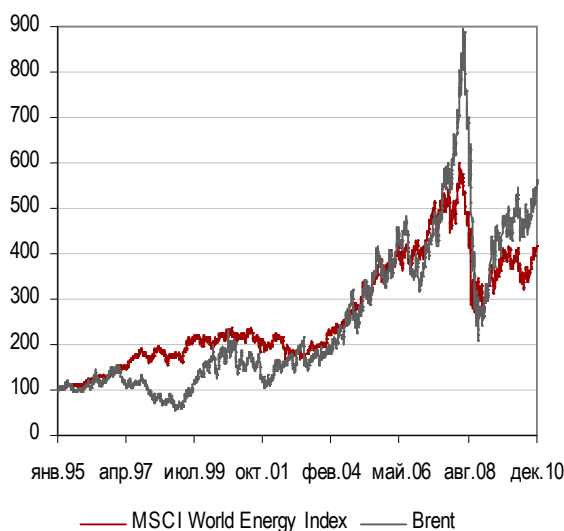
Нефтяная отрасль

По итогам 2010 г. российские нефтяники установят новый постсоветский максимум по уровню добычи нефти (порядка 504-504 млн т, что на 2.5 % выше рекорда 2008 г., но на 11.5 % ниже, чем в 1987 г.). Основным драйвером роста стал полномасштабный запуск Ванкорского месторождения, эффективная работа Башнефти и Сургутнефтегаза на действующих месторождениях, высокие дебиты по новым скважинам Юганскнефтегаза, а также рост на сахалинских проектах, реализуемых на условиях СРП. Тем не менее, несмотря на производственные успехи, отношение к сектору у инвесторов остается более чем сдержанным вследствие сохраняющихся высоких налоговых изъятий из выручки компаний (порядка 60 %).

В течение года возникали отдельные инвестиционные идеи (покупка акций TNBP на информации о допуске бумаг компании к торгам на ММВБ, продажа ROSN – на сокращении Ванкорских льгот, продажа SIBN – на исключении из индекса MSCI Russia и т. п.), т. е. ни о какой глобальной переоценке сектора речи не шло. Возможно ли изменение отношения инвесторов к сектору в следующем году? Скорее нет, чем да: несмотря на то что контуры новой налоговой системы уже известны (переход к profit base tax system), общее снижение налоговой нагрузки на компании выглядит маловероятным. Как следствие, мы ожидаем, что ставка участников рынка на точечные инвестиционные идеи (такие, например, как ожидаемое к маю завершение продаж американской ConocoPhillips акций ЛУКОЙЛа или сохранение нынешних налоговых преференций в нефтепереработке, что является особо благоприятным для Башнефти) будет сохранена.

При этом очевидно, что значимую роль в динамике акций сектора будет играть уровень нефтяных котировок. Отметим, что за исключением отдельных временных промежутков (в т. ч. и уходящего года) корреляция между ценами на нефть и отраслевым индексом MSCI Energy была достаточно высокой – соответственно, инвесторы по-прежнему будут уделять пристальное внимание событиям, происходящим на нефтяном рынке, и пока мы не видим оснований для пересмотра нашего долгосрочного прогноза нефтяных цен (в 2011 г. – \$ 85 за баррель), который рассчитывается исходя из уровня LRMC (предельных маржинальных издержек) и инфляционных ожиданий.

Динамика цен на нефть Brent и индекса MSCI Energy



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Существуют ли какие-либо факторы, которые в следующем году способны внести дисбаланс в нынешний status quo и вызвать существенные движения котировок Brent? На наш взгляд, аргументы «быков» и «медведей» обоюдоостры, а следовательно, долгосрочные отклонения от ценового паритета выглядят маловероятными.

Основными аргументами «за» дальнейший рост нефтяных цен являются:

- растущий китайский импорт (в настоящее время импорт нефти в КНР составляет около 5 млн бар. в сутки, что примерно в 1.5 раза выше, чем в докризисном 2007 г.);
- мировой избыток ликвидности, явившейся следствием проводимой мягкой монетарной политики властей;
- рост затрат на глубоководное бурение вследствие увеличения расходов на HSE (охрану труда) после аварии на платформе BP в Мексиканском заливе;
- увеличение издержек из-за ухудшения горно-геологических условий разработки месторождений;
- стагнация добычи в странах, не входящих в ОПЕК.

Основными аргументами «против» дальнейший рост нефтяных цен являются:

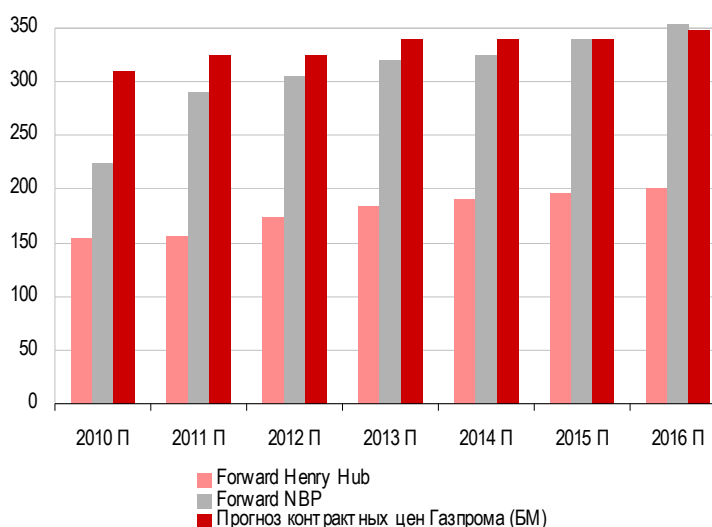
- наличие свободных добывающих мощностей в объеме 4-5 мб/с (прежде всего, за счет Саудовской Аравии);
- низкий уровень загрузки НПЗ как в Европе, так и в Северной Америке (около 70 % и 80 % соответственно при норме порядка 90-95 %);
- ожидаемый значительный рост добычи нефти в Бразилии (по 2010 г. планируемый прирост составит 7 % до уровня 2.2 млн бар. в сутки);
- достаточный уровень коммерческих запасов нефти в странах OECD.

В 2011 г. мы делаем ставку на акции Башнефти и ЛУКОЙЛа, которые, по нашим оценкам, обладают наибольшим фундаментальным потенциалом роста среди бумаг нефтяного сектора.

Газовая отрасль

Мы полагаем, что газовую отрасль ждет очередной непростой год, даже несмотря на бурный рост европейских цен на газ в конце года на фоне наступивших холодов, роста нефтяных цен и ряда хороших макроэкономических новостей. Однако пока взлет спотовых цен на рынках Старого Света не привел к формированию аналогичной тенденции в Северной Америке, и в настоящее время цена в луизианском терминале Henry Hub (около \$ 150 за тыс. куб. м) примерно вдвое ниже котировок британского NBP (\$ 330 за тыс. куб. м). При этом с учетом фактора сезонности среднегодовые котировки форвардов NBP на 2011-2014 гг. пока также превышают ожидаемые контрактные цены Газпрома.

Прогноз цен на газ, \$ за тыс. куб.м



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Очевидно, что ключевым фактором для дальнейшего развития мирового газового рынка станут последствия «сланцевой революции». На данный момент в Северной Америке открыто как минимум 24 пласта, содержащих значительные залежи сланцевого газа, тогда как

извлекаемые запасы только в США составляют по оценкам 23.3 трлн куб. м (более половины от всех общероссийских запасов). При этом в последние годы прирост запасов сланцевого газа в США превышает объемы по его добыче, а в будущем, если новые инженерные решения смогут обеспечить проектам по извлечению shale gas достаточную норму рентабельности (в условиях низких цен на газ в Северной Америки), дополнительные объемы СПГ-газа (на этот раз не только из Катара, а из Египта и Тринидада и Тобаго) вновь будут перенаправлены в сторону Европы. Отметим однако, что основной идеей в газовом секторе по-прежнему остается продолжающаяся либерализация ценообразования на внутреннем рынке: именно сроки выхода на равнодоходность поставок внутри РФ с экспортными маршрутами в настоящее время является одной из ключевых интриг в секторе.

В целом мы полагаем, что в условиях значительной неопределенности относительно дальнейшего развития ситуации на мировом рынке газа инвестиции в газовые компании (Газпром, НОВАТЭК) выглядят достаточно рискованными, и с учетом нашей оценки справедливой стоимости компаний в настоящее время мы рекомендуем «держаться» акций GAZP и «продавать» бумаги NVTK.

Динамика основных финансовых показателей компаний сектора

% год к году	2008	2009	2010 О	2011 П
Выручка	35	-29	26	9
Операционная прибыль	42	-37	29	-5
ЕБИТДА	37	-31	27	-2
Чистая прибыль на акцию	2	-20	28	-7
Чистый долг	-26	36	-30	-40
Операционный денежный поток	50	-27	42	-7
CAPEX	33	-22	17	-8
Чистый денежный поток	121	-39	121	-3
P/E	5.9	7.3	5.7	6.2
P/FCF	15.4	24.6	11.4	11.9
EV/Ebitda	3.6	5.1	4.1	4.1
Debt/Ebitda	0.4	0.7	0.4	0.4

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

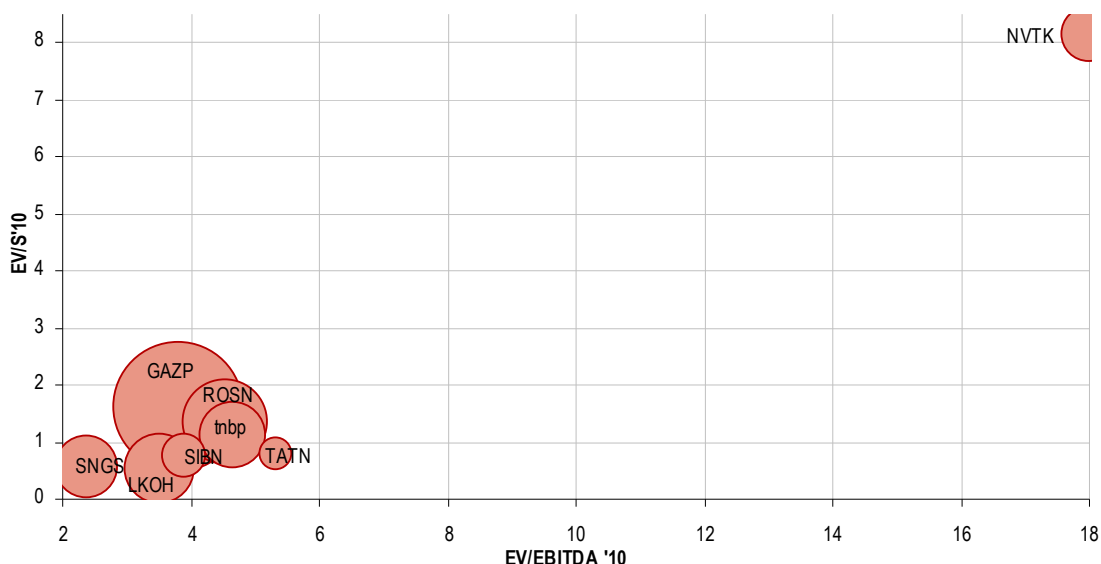
Ключевые рекомендации

Мы не видим глобальных инвестиционных идей в нефтегазовом секторе, полагая, что рынок сохранит избирательный подход при выборе инструментов для инвестирования. Нашим фаворитами являются акции **Башнефти** и **ЛУКОЙЛа**.

Основными драйверами роста котировок BANE могут стать высокий уровень денежного потока, генерируемый компанией (основная причина – низкий уровень капитальных вложений), сохраняющийся благоприятный режим налогообложения в downstream и возможное партнерство с индийской ONGC.

Позитивное влияние на бумаги ЛКОН может оказать завершение продаж акций ЛУКОЙЛа американской CopocoPhillips (событие ожидается в апреле-мае), продолжение реализации стратегии, направленной на максимизацию свободных денежных потоков, рост добычи на каспийских проектах, восстановление маржи переработки в Европе.

Оценка компаний сектора



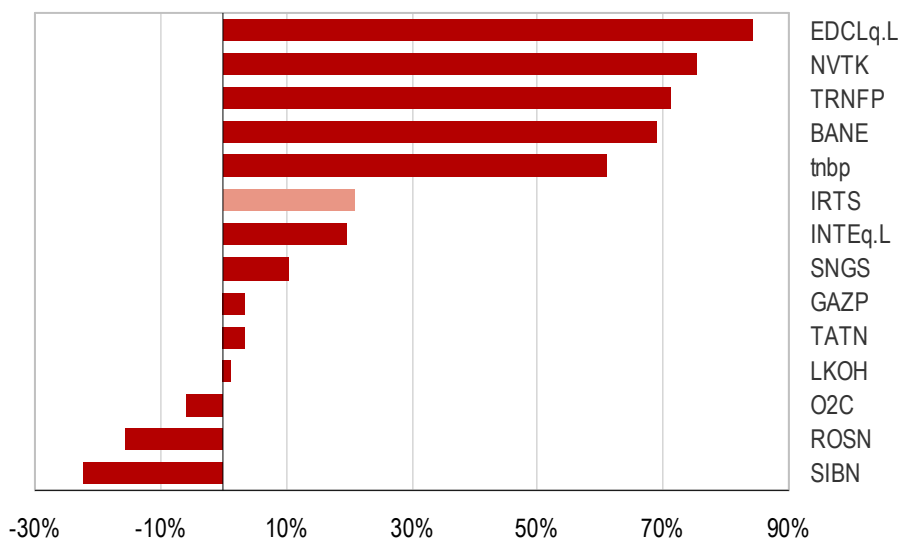
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
Газпром	94 154	113 106	117 317	35 368	47 209	43 638	24 541	32 920	27 676
Лукойл	81 083	97 466	107 530	13 715	14 771	15 658	7 011	7 966	8 622
Роснефть	46 826	60 946	67 865	13 478	18 279	16 517	6 514	9 720	8 129
ТНК-ВР	31 172	38 920	44 121	7 986	9 406	11 007	5 175	5 937	7 038
Сургутнефтегаз	24 624	31 509	33 636	6 472	7 212	7 173	5 503	5 354	5 289
Газпром нефть	24 166	32 255	35 646	4 904	6 276	6 318	3 013	4 209	4 082
Татнефть	11 981	14 820	16 094	2 538	2 233	2 877	1 711	1 366	1 666
НОВАТЭК	2 831	3 789	4 760	1 231	1 711	1 966	820	1 162	1 352
Транснефть п.	10 853	14 010	16 235	6 758	8 960	9 941	3 812	5 186	5 844
БК Евразия	1 382	1 869	2 105	320	453	449	165	260	283
С.А.Т. oil	318	305	339	63	69	72	12	28	30
Интегра	836	887	1 052	55	126	150	- 119	- 27	32

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источники: РТС, ММВБ

Динамика акций сектора за год

Газпром



НОВАТЭК



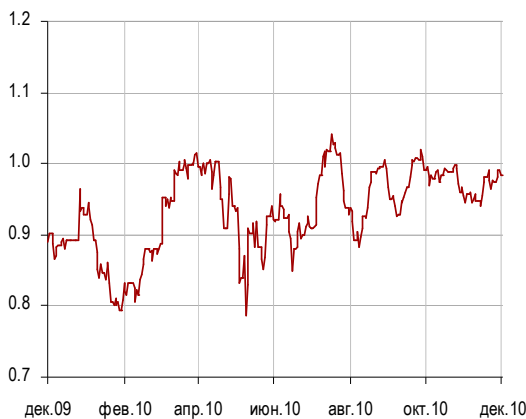
Роснефть



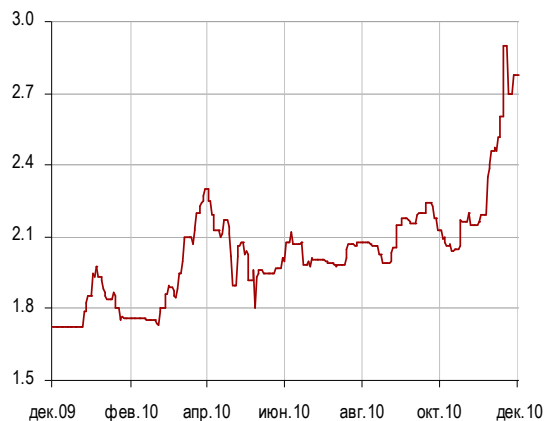
ЛУКОЙЛ



Сургутнефтегаз



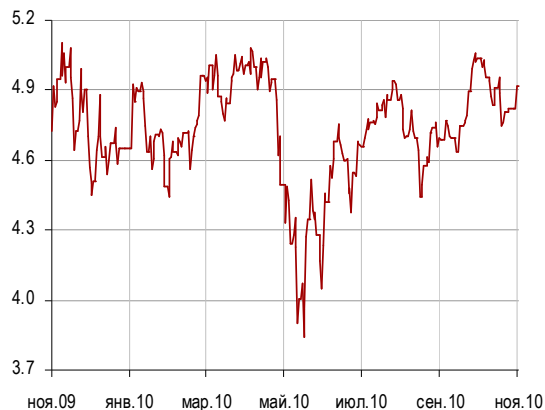
ТНК-ВР



Газпром нефть



Татнефть



CAT OIL AG



Башнефть



Интегра



Eurasia Drilling



Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей
Kucherov_AA@mmbank.ru

Металлургия

За рубежом хорошо, дома – лучше

Мы ожидаем, что внутренний рынок, вновь ставший для российской черной металлургии основным, должен превратиться в мощный драйвер роста для отрасли на ближайшие годы, заменив китайский спрос, двигавший вверх мировые цены на сырье и сталь в уходящем десятилетии. Поэтому в качестве лучших идей в секторе мы выделяем не интегрированные в производство сырья компании, как в прошлом году, а компании, производящие востребованную внутри России продукцию с высокой добавленной стоимостью.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Евраз	EVR	33.93	14 857	486.7	1.6	8.5	42.1	24%	покупать
НЛМК	NLMK	4.39	26 339	21.9	3.5	12.4	3.82	-13%	продавать
Северсталь	CHMF	16.39	16 515	143.9	1.3	6.8	22.70	39%	покупать
Мечел	MTLR	27.64	11 506	23.2	1.9	8.5	38.30	39%	покупать
ММК	MAGN	1.07	11 991	26.0	1.7	9.3	1.48	38%	покупать
ТМК	TRMK	20.20	4 372	17.1	1.4	8.3	20.16	0%	держать
Распадская	RASP	6.75	5 269	26.1	7.9	19.3	9.92	47%	покупать
Норильский Никель	GMKN	218.54	41 660	8.0	2.6	5.4	250	14%	держать
Полюс Золото	PLZL	59.98	11 435	31.5	6.9	16.7	70.7	18%	покупать
Полиметалл	PMTL	19.00	6 608	30.0	7.7	18.4	21.64	14%	держать
ВСМПО	VSMO	118	1 365	neg	2.3	14.6	157	33%	покупать

Основные тенденции

Черная металлургия

Уходящий 2010 год можно назвать годом восстановления черной металлургии. В начале года основным драйвером роста для отрасли выступил Китай. Значительный спрос на сталь внутри Поднебесной позволил вернуться мировым ценам на металлургическое сырье на докризисные уровни, а котировкам металлопроката – достигнуть значений весьма неплохих 2006-2007 гг. Несмотря на начавшееся с конца весны 2010 г. снижение внутреннего потребления металлопроката в Китае, сильного проседания мировых цен на металлопродукцию не произошло благодаря росту потребления на рынках за пределами КНР.

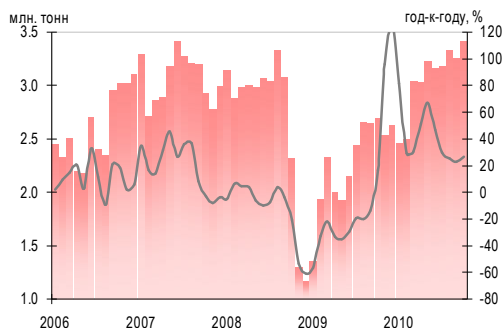
В прошлогодней годовой стратегии мы оценивали совокупный рост EBITDA в 2010 г. компаний «большой четверки» в 2.2 раза. Прогноз оказался близок к истине (по нашим более свежим оценкам, EBITDA компаний сектора вырастет примерно вдвое). В 2011 г. мы ждем дальнейшего роста финансовых показателей отрасли, закладывая рост EBITDA примерно в 1.5 раза по сравнению с уровнями уходящего года. При этом одним из основных факторов роста в 2011г. для российской металлургической отрасли мы видим продолжение роста внутреннего спроса на прокат в России. По нашим оценкам, в уходящем году потребление стального проката вырастет более чем на 30 % и может превзойти рекордные показатели 2008 г. Если в 2010 г. восстановление рынка происходило благодаря отраслям, в основном потребляющим плоский прокат (трубная отрасль и машиностроение), то в предстоящем 2011 г. будет наблюдаться увеличение объемов потребления сортового проката, используемого в строительной отрасли, восстановления которой в 2010 г. так и не произошло. К долгосрочным драйверам роста внутрироссийского потребления металлопродукции мы относим подготовку к Чемпионату мира по футболу в 2018 г.

Снижение волатильности на рынке металлопродукции позволит российским металлургам уделить больше внимания своему развитию и продолжить реализацию инвестиционных проектов, общая стоимость крупнейших из которых на сегодняшний день оценивается в \$ 8 млрд. Также в стадию реализации может перейти целый ряд новых проектов, таких как освоение Приоскольского месторождения железной руды и строительство новой доменной печи и нового конвертера у ММК и освоение Улуг-Хемского угольного бассейна (Евраз и Северсталь). Перспективы роста бизнеса металлургических компаний, на наш взгляд, будут получать более высокую оценку на рынке.

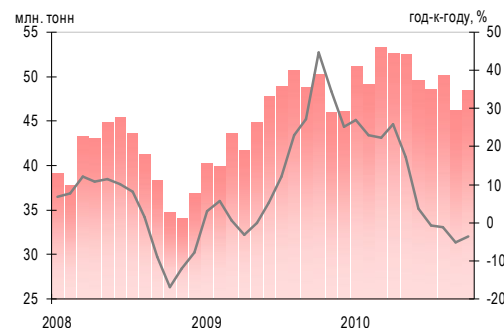
Главным риском для металлургии в 2011 г. мы видим продолжающееся замедление темпов роста спроса на металлопродукцию со стороны Китая. С лета 2010 г., когда Китай стал демонстрировать первые признаки снижения спроса на прокат, ситуация не улучшается.

На фоне стагнации производства стали и роста собственного производства ЖРС импорт ЖРС в Китай может сократиться, что негативно для мировых котировок на металлургическое сырье. В этой ситуации достаточно рискованно делать ставку на рост цен на сырье и, соответственно, увеличение стоимости стального проката за счет «сырьевой инфляции» подобно тому, как это происходило на протяжении большей части 2000-х гг.

Видимое потребление проката в России



Видимое потребление стали в КНР



Источники: Bloomberg, Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

При этом дальнейшее улучшение финансовых показателей отрасли мы связываем с развитием внутреннего рынка, на который к 2015 г. будет приходиться до 80-90 % продаж российских металлургических заводов без учета полуфабрикатов. Отметим, что изменение географической структуры продаж позитивно для российской металлургии в силу трех основных причин:

- Металлопродукция в РФ обычно продается с премией к экспортным ценам на сопоставимом базисе;
- Внутренний рынок требует все больше товаров с высокой добавленной стоимостью (сталь с покрытием, оцинковка, метизы и т. д.), увеличение производства которой дает отрасли естественные возможности для развития;
- Сокращение экспорта из РФ может позитивно сказаться и на мировых ценах на сталь.

В 2011 г. в черной металлургии мы советуем делать ставку на бумаги компаний, предприятия которых в значительной степени ориентированы на внутренний рынок и продажи продукции с высокой добавленной стоимостью, – Северсталь и ММК.

Доля экспорта в российском выпуске проката



*- средняя за последние 12 месяцев

Источники: Металл-Курьер, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Что может удивить?

Финансовые показатели российских компаний стремительно налаживаются, и у эмитентов сектора появляется все больше возможностей для маневра. Мы не исключаем, что компании

отрасли, помимо начала реализации описанных выше новых проектов, могут вновь вернуться на рынок M&A. Причем, в отличие от докризисной ситуации, сейчас, на наш взгляд, весьма вероятно, что объекты для приобретения будут выбираться поближе к российским границам – в странах СНГ, что имеет все шансы получить положительную оценку на рынке.

Среди возможных негативных событий для отрасли отметим, что с ростом операционных показателей на первый план будут все чаще выходить логистические проблемы, что особенно актуально для производителей сырья. Мы не исключаем некоторого роста тарифной или налоговой нагрузки на производителей сырья для финансирования строительства новой железнодорожной инфраструктуры, тем более в случае, если цены на сырье будут оставаться на текущих исторически весьма высоких уровнях.

Динамика основных финансовых показателей компаний сектора: черная металлургия

% год-к-году	2008	2009	2010 О	2011 П
Выручка	48.7	-46.4	38.3	18.1
Операционная прибыль	141.3	-57.1	31.3	24.9
ЕБИТДА	41.9	-75.1	116.9	34.1
Чистая прибыль	-0.7	-108.9	-440.0	188.7
Чистый долг	85.9	-0.9	9.2	-13.3
Операционный денежный поток	63.4	-54.0	1.8	59.9
CAPEX	26.6	-67.2	32.9	-9.3
Чистый денежный поток	отр	н/д	н/д	н/д
P/E	9.9	-111.6	32.8	11.4
P/FCF	отр	61.0	-228.6	18.1
EV/ЕБИТДА	4.9	19.7	9.1	6.8
Чистый долг/ЕБИТДА	4.9	19.7	9.1	6.8

Цветная металлургия

Рост цен на биржевые цветные металлы в 2010 г. создал блестящие условия для российских компаний цветной металлургии во главе с ГМК и привел к существенному подорожанию большинства бумаг сектора. Вопрос, насколько устойчив наблюдаемый в настоящее время рост цен на металлы и будет ли он продолжаться и впредь, является, по сути, ключевым для определения отношения к сектору.

На наш взгляд, в 2011 г. на динамику котировок базовых металлов будут оказывать влияние два разнонаправленных фактора. С одной стороны, по-прежнему низкие процентные ставки в развитых странах мира будут способствовать увеличению спекулятивного спроса на металлы, с другой – фундаментальный спрос со стороны Китая, оказавший громадную поддержку рынкам большинства металлов в первом десятилетии XXI века, по всей видимости, будет расти уже не столь высокими темпами (экономический рост в КНР в последние годы был уж слишком «металлоинтенсивным», да и денежно-кредитные власти страны проводят все более жесткую монетарную политику для борьбы с инфляцией).

Учитывая действие этих двух факторов, мы не ожидаем ни существенного роста, ни резкого падения цен на основные базовые металлы в 2011 г. (наши подробные прогнозы цен на сырьевых рынках см. в начале данной стратегии), а в этих условиях потенциал дальнейшего роста ключевой бумаги сектора – ГМК – уже достаточно ограничен.

В сегменте драгоценных металлов риски замедления китайского спроса не столь актуальны, а низкие процентные ставки и ослабевающее доверие к волатильным мировым валютам, вероятно, будет способствовать продолжению роста цен на золото, в свете чего мы видим небольшой потенциал для дальнейшего роста бумаг Полюса и Полиметалла. В то же время отметим, что отраслевая инфляция, укрепление рубля и ухудшение горно-геологических условий работ продолжат способствовать достаточно быстрому росту издержек компании, делая их особенно уязвимыми к изменению конъюнктуры на рынке драгметаллов.

Сюрпризы возможны?

Впрочем, нельзя исключать и сюрпризов как со стороны рынка металлов, которые, как показывает практика, бывают почти каждый год, так и применительно к конкретным компаниями или их акциям. Так, положительным сюрпризом для бумаг ГМК могла бы стать скупка акций компании с рынка одним или обеими ее ключевыми акционерами, которую мы

совсем не исключаем, однако возможен и отрицательный сюрприз – участие компании в выкупе пакета собственных акций у РУСАЛа по высокой цене. Неожиданности может преподнести и вторая покрываемая бумага сектора – ВСМПО-Ависма. Разговоры о возможном публичном размещении акций компании, которое могло бы резко поднять стоимость уже обращающихся на рынке бумаг, идут уже без малого 10 лет. Кто знает, может быть какой либо прогресс в этом направлении будет достигнут именно в 2011 г., в котором государство намерено начать масштабную программу приватизации?

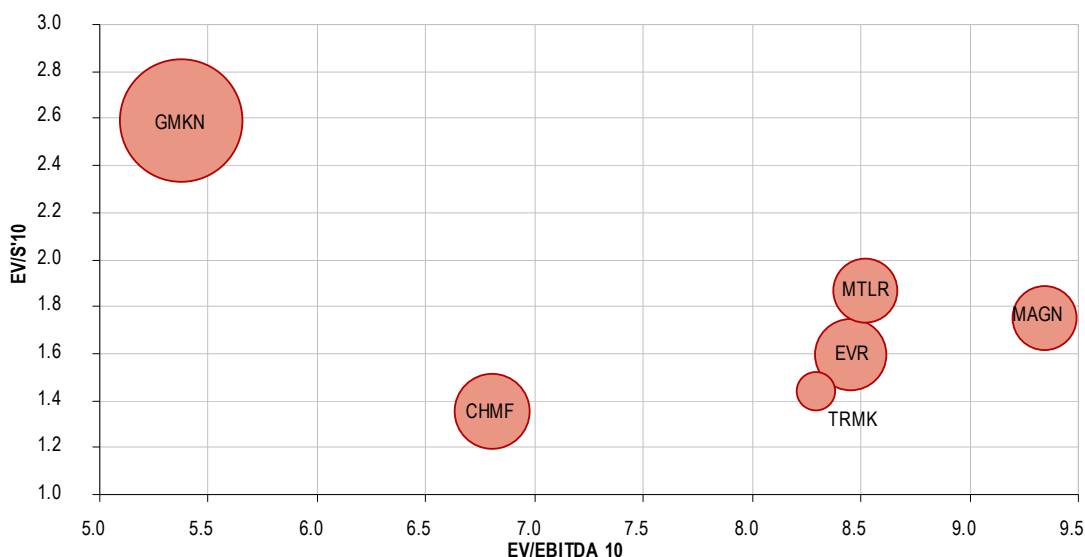
Динамика основных финансовых показателей компаний сектора: цветная металлургия

% год-к-году	2008	2009	2010 О	2011 П
Выручка	-14.3	-23.6	45.4	17.4
Операционная прибыль	-41.6	-15.2	67.7	17.2
ЕБИТДА	-33.9	-17.1	56.5	15.4
Чистая прибыль	-105.7	-1 077.1	88.2	15.0
Чистый долг	10.2	-45.7	-31.0	-174.6
Операционный денежный поток	-7.0	-37.2	49.7	16.0
CAPEX	-59.7	-57.7	41.8	-11.2
Чистый денежный поток	отр	н/д	6.7	56.5
P/E	отр.	18.7	9.9	8.6
P/FCF	отр	25.7	16.4	12.0
EV/ЕБИТДА	6.0	9.0	10.9	7.0
Чистый долг/ЕБИТДА	0.5	0.8	0.5	0.2

Ключевые рекомендации

В черной металлургии нам нравятся прежде всего компании, ориентированные на внутренний рынок РФ, производящие продукцию с высокой добавленной стоимостью – мы бы выделили бумаги **Северстали** и **ММК**. Весьма неплохо мы относимся и к акциям угольного сектора – **Распадской** и **Мечела**, поддержку которым окажет увеличение операционных показателей. В сегменте цветной металлургии наших фаворитов меньше: при продолжении роста цен на золото и серебро мы видим некоторый апсайд в бумагах **Полюса** и **Полиметалла**.

Оценка компаний сектора



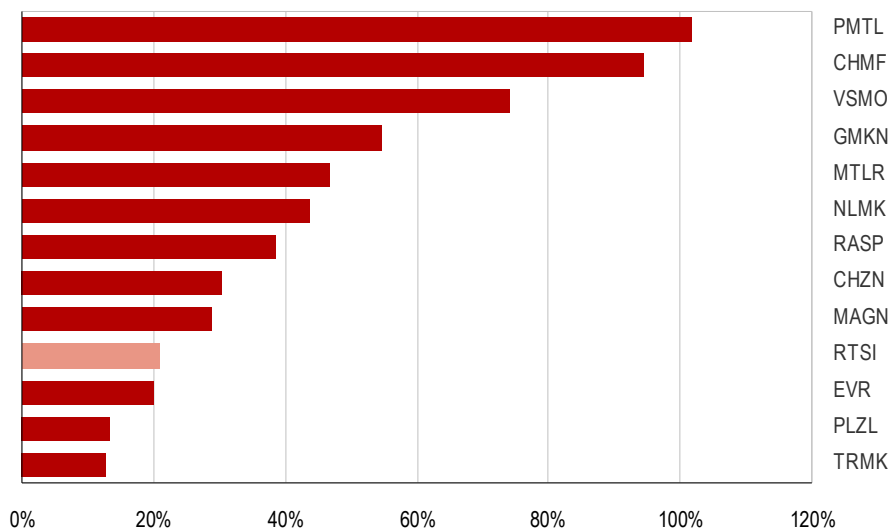
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$			
	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П	
Евраз	9 772	13 837	16 084	1 237	2 609	3 255	-	1 251	31	827
НЛМК	6 140	7 758	9 727	1 370	2 208	2 962	-	216	1 204	1 975
Северсталь	13 582	15 483	17 879	1 034	3 063	4 173	-	1 037	115	2 221
Мечел	5 754	9 540	11 173	652	2 087	2 637	-	74	497	1 205
ММК	5 081	8 412	10 294	1 023	1 570	2 199	-	232	461	897
ТМК	3 461	5 526	5 962	321	955	1 098	-	316	255	345
Распадская	497	681	864	252	280	573	-	117	202	339
Норильский Никель	10 155	15 214	16 908	4 418	7 317	7 762	-	2 600	5 231	5 408
Полюс Золото	1 225	1 645	2 182	549	678	901	-	322	363	544
Полиметалл	561	941	1 701	226	392	910	-	96	220	630
ВСМПО	888	854	1 106	252	136	260	-	64	-	14

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



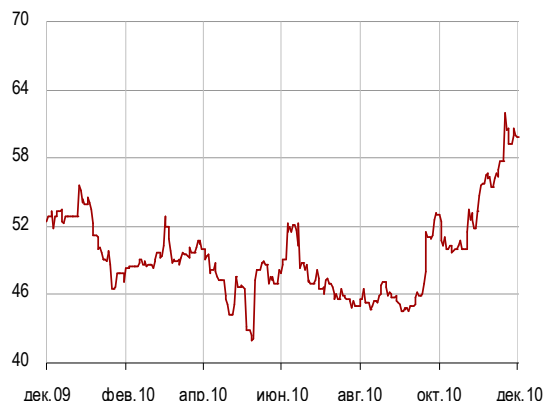
Источники: РТС, ММВБ

Динамика акций сектора за год

Норильский никель



Полюс Золото



Полиметалл



ТМК



НЛМК



Евраз Групп



ММК



Северсталь



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Электроэнергетика

Год новых возможностей

Завершающийся 2010 год стал еще одним удачным годом для электроэнергетики. В течение года акции компаний сектора входили в список наиболее динамично растущих бумаг. Восстановление сектора во многом проходило на фоне реальных улучшений финансов компаний и появлением ясности относительно будущих условий работы.

Мы полагаем, что интерес к сектору будет проявляться и в следующем году. Вместе с окончанием перехода к свободному рынку сектор может получить массу идей со стороны проходящих внутри структурных преобразований.

В качестве ключевых рекомендаций в секторе генерирующих компаний мы выделяем акции ОГК-5 и ОГК-1, которые, по нашим оценкам, имеют наибольший потенциал. Мы также обращаем внимание на акции ИнтерРАО, которые после завершения консолидации могут подвергнуться серьезной переоценке. Среди сетевых компаний мы выделяем бумаги Холдинга МРСК и МРСК ЦП.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
РусГидро	HYDR	0.053	15 303	11.5	1.0	6.0	0.073	38%	покупать
ФСК	FEES	0.012	14 558	21.2	3.0	5.5	0.012	3%	держать
Интер РАО	IUES	0.0016	4 499	198.8	1.9	12.7	0.0018	17%	держать
ОГК-1	OGKA	0.038	1 683	30.3	1.1	10.1	0.052	38%	покупать
ОГК-2	OGKB	0.059	1 931	16.3	1.3	10.1	0.081	37%	покупать
ОГК-3	OGKC	0.055	2 599	69.7	0.9	13.4	0.063	15%	держать
ОГК-4	OGK4	0.099	6 234	30.5	3.6	17.2	0.121	22%	покупать
ОГК-5	OGKE	0.092	3 262	22.6	2.5	11.9	0.130	41%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.043	1 396	40.4	1.0	11.8	0.042	-3%	продавать
Мосэнерго	MSNG	0.103	4 113	36.2	1.1	7.3	-		
Иркутскэнерго	IRGZ	0.850	4 054	32.3	2.7	12.1	-		
Холдинг МРСК	MRKH	0.181	7 422	34.1	0.7	4.6	0.226	25%	покупать
МОЭСК	MSRS	0.055	2 695	10.6	1.1	3.8	0.071	29%	покупать
Ленэнерго	LSNG	0.847	785	17.0	1.1	3.9	1.200	42%	покупать
МРСК Центра	MRKC	0.042	1 759	9.3	1.0	4.7	0.047	13%	держать
МРСК Сибири	MRKS	0.010	898	neg	0.7	25.0	0.012	14%	держать
МРСК Урала	MRKU	0.011	947	47.9	0.5	4.8	0.014	27%	покупать
МРСК ЦП	MRKP	0.010	1 098	41.2	0.7	5.6	0.014	42%	покупать
МРСК СЗ	MRKZ	0.007	717	-9.8	0.8	17.2	0.011	40%	покупать
МРСК Волги	MRKV	0.006	1 041	-42.9	0.9	10.6	0.008	29%	покупать
МРСК Юга	MRKA	0.006	321	neg	1.0	6.6	0.006	1%	держать
МРСК СК	MRKK	5.930	175	neg	0.5	3.3	8.500	43%	покупать

Основные тенденции

Основные тенденции

В 2010 г. на рынок электроэнергии вместе с восстановлением экономики начал возвращаться спрос. Причем в завершающемся году рынок стал свидетелем резкого восстановления спроса на электроэнергию. Даже самые оптимистичные прогнозы по росту потребления, сделанные в начале года, оказались весьма консервативными. Впрочем, во многом резкое увеличение потребления было обусловлено природными факторами, и именно зимние морозы и летняя жара стали базой для 5.5%-ного роста по итогам года.

Графики цен и динамики потребления



Источники: АТС, Аналитический департамент Банка Москвы

Благоприятной в прошлом году выглядела и ценовая конъюнктура в свободном сегменте рынка. По нашим оценкам, для европейских генераторов средние цены рынка «на сутки вперед» (РСВ) были выше уровней 2009 г. на 32 %, регулируемых тарифов – на 68 %. Цены в зоне Сибири в 2010 г. выросли на 20 % и превзошли регулируемые тарифы на 94 %.

Рост цен в свободном сегменте рынка и снижение доли продаж по регулируемым тарифам стали причиной довольно существенного роста финансовых показателей компаний. В 2011 г. мы ожидаем сохранения тенденций. Вместе с доведением до 100 % объема продаж электроэнергии по свободным ценам мы ждем увеличения отдачи и от продажи мощности, как новой, так и старой. Тем не менее, все ярче проявляются различия в качестве текущих мощностей и, соответственно, отдачи от них. Данная тенденция будет сохраняться в ближайшие два-три года до начала массовой модернизации отрасли.

Динамика финансовых результатов генерирующих компаний

% год-к-году	2008	2009	2010 О	2011 П
Выручка	53.9	-17.8	120.2	-25.7
Операционная прибыль	4.3	67.7	42.2	47.4
ЕБИТДА	10.5	34.0	33.7	41.4
Чистая прибыль	65.0	18.4	22.0	55.8
Чистый долг	н/д	н/д	н/д	н/д
Операционный денежный поток	159.3	36.2	24.1	46.4
CAPEX	53.7	-29.3	19.3	63.0
Свободный денежный поток	н/д	н/д	н/д	н/д
P/E	24.6	20.8	17.0	10.9
P/FCF	отр	отр	отр	отр
EV/ЕБИТДА	15.8	11.8	8.8	6.3
Чистый долг/ЕБИТДА	отр	отр	отр	0.3

Источники: данные компаний, Аналитический департамент Банка Москвы

Электрические сети

Основные события отрасли в 2010 г. были ожидаемо связаны с применением нового тарифообразования на основе RAB. К сожалению, в июле график перехода не был соблюден – к этому сроку ни одна компания из запланированных не смогла получить новые тарифы. Тем не менее, в ноябре временно приостановленный переход на RAB продолжился, и на настоящий момент утвержденная база капитала (iRAB) распределительных сетей составляет 450 млрд руб., или примерно половину от нашего прогноза базы Холдинга МРСК. Наряду с компаниями, целиком перешедшими на RAB (МРСК ЦП, МРСК Волги и МРСК Центра), две компании не получили каких-либо пилотных проектов (МОЭСК и Ленэнерго).

Переход на RAB оказывает весьма позитивное влияние на финансовые показатели. Пример первой сетевой компании перешедшей на новое регулирование – ФСК отразил 32%-ный рост выручки и 50%-ный рост EBITDA. Таким образом, новое регулирование доказывает достижимость цели существенного улучшения финансового состояния и, как следствие, кратного роста инвестиций.

Динамика финансовых результатов сетевых компаний

% год-к-году	2008	2009	2010 О	2011 П
Выручка	24.5	-7.9	27.7	22.6
Операционная прибыль	4.3	0.5	36.1	86.3
ЕВITDA	16.4	-4.8	34.7	50.1
Чистая прибыль	н/д	н/д	н/д	73.0
Чистый долг	-86.7	-68.9	2 659.1	103.4
Операционный денежный поток	-3.1	-11.7	21.5	46.7
CAPEX	31.5	-22.4	33.9	9.0
Свободный денежный поток	н/д	н/д	н/д	н/д
P/E	отр	отр	19.9	11.5
P/FCF	отр	отр	отр	отр
EV/EBITDA	8.1	8.5	6.3	4.2
Чистый долг/EBITDA	0.1	0.0	0.8	1.1

Источники: данные компаний, Аналитический департамент Банка Москвы

Кроме того, можно отметить позитивную тенденцию, связанную с привлечением в отрасль стратегических западных инвесторов. Напомним, что партнером Холдинга МРСК в марте стал Electricite de France (EDF), который также получит в доверительное управление Томскую распределительную компанию.

Что еще стоит ожидать от сектора в 2011 г.

Генерация

- К крупнейшим событиям сектора в следующем году мы бы отнесли переход электроэнергетики на новые рыночные механизмы ценообразования, которые должны привести к позитивным сдвигам в финансах компаний. Несмотря на то что новые механизмы будут запущены с начала года, пока еще не все параметры нового регулирования известны. В частности, одним из наиболее важных параметров мы считаем оценку оплаты новых генерирующих мощностей, и если в случае с тепловыми станциями, по всей видимости, до конца года все цены будут согласованы, то ценовые параметры новых мощностей РусГидро могут появиться гораздо позже. Отметим, что именно отсутствие консенсуса на рынке относительно будущих потоков РусГидро от мощности оказывает наибольшее давление на стоимость акций компании.
- Следующий год обещает быть богатым и с точки зрения спекулятивных или краткосрочных идей, среди которых – консолидация государственных энергетических активов на базе ИнтерРАО, продажа ОГК-3, объединение ОГК и ОГК-6, увеличение доли участия РусГидро в активах Евросибэнерго и др.

Электрические сети

- До конца года ожидается публикация значений первоначальной базы капитала для всех филиалов МРСК. При одинаковой ставке доходности именно этот показатель будет основой для рыночной оценки компаний. По нашим оценкам, справедливое значение показателя стоимости распределителей (EV) к капиталу (EV/iRAB) составляет около 0.6, и по мере объявления размера iRAB рыночная стоимость компаний будет приближаться нашей оценке.
- Следующим шагом регулятора станет окончательное утверждение инвестпрограмм, которые будут формировать новую возвратную часть базы капитала и, соответственно,

сами тарифы на передачу энергии.

- Акции Холдинга МРСК в последнее время являлись наиболее вероятным кандидатом на включение в индекс MCSI. Попадание бумаг в индекс традиционно является сильным драйвером для акций компаний.
- К негативным моментам, которые могут определять динамику акций сетевых компаний в следующем году, являются планы Газпрома и ГМК «Норильский никель» избавиться от непрофильных активов, к которым также могут быть отнесены бумаги ФСК и Холдинга МРСК.

Ключевые рекомендации

Среди генерирующих компаний мы выделяем бумаги ОГК-1, ОГК-5. В качестве основной идеи в ОГК-1 мы выделяем ее необоснованное отставание от рынка акций других ОГК.

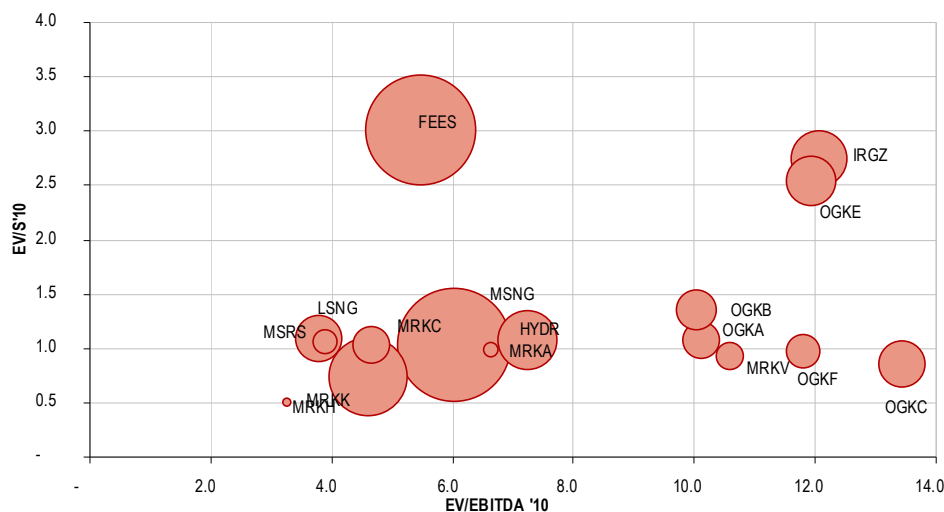
ОГК-1. Во многом низкий интерес к акциям компании в 2010 г. был связан с планируемой допэмиссией, размещаемой для привлечения средств на инвестпрограмму. Масштаб эмиссии и неопределенность относительно цены размещаемых акций оказывали давление на бумаги компании. Завершение размещения акций в конце 2010 г., по нашему мнению, позволит ОГК-1 получить более высокую рыночную оценку.

Энел ОГК-5. Переход к свободному рынку благоприятно отражается на потоках ОГК-5, что подтверждается итогами 2010 г. Подведенные итоги КОМ позволяют ожидать дальнейшего увеличения потоков в связи с введением новых условий работы на рынке мощности. Кроме того, ввод в строй новых мощностей в 2011 г. позволит компании одной из первых получить отдачу от вложенных ранее средств.

ИнтерРАО. В следующем году основной инвестицией в акциях ИнтерРАО будет реализация компанией своих планов по консолидации. В данной связи мы полагаем, что акции компании имеют высокий потенциал для последующих переоценок, которые в виду масштабности предстоящей сделки не могут быть полностью учтены в модели компании.

Сети. Исходя из наших оценок, наилучшие перспективы увеличения стоимости в следующем году имеют бумаги **Холдинга МРСК**. Сейчас рынок закладывает серьезный дисконт к акциям распределителей в связи с незавершенностью реформирования и рисками заниженной базы капитала. С учетом опыта пилотных проектов перехода на RAB, база капитала Холдинга составит, по нашим прогнозам, не менее 990 млрд руб., что подразумевает дисконт к рыночной стоимости компании в размере 50 %. Мы считаем, что по мере расширения области применения RAB-тарифов риски будут снижаться, что уменьшит данный дисконт и позволит раскрыть справедливую стоимость компании.

Оценка компаний сектора



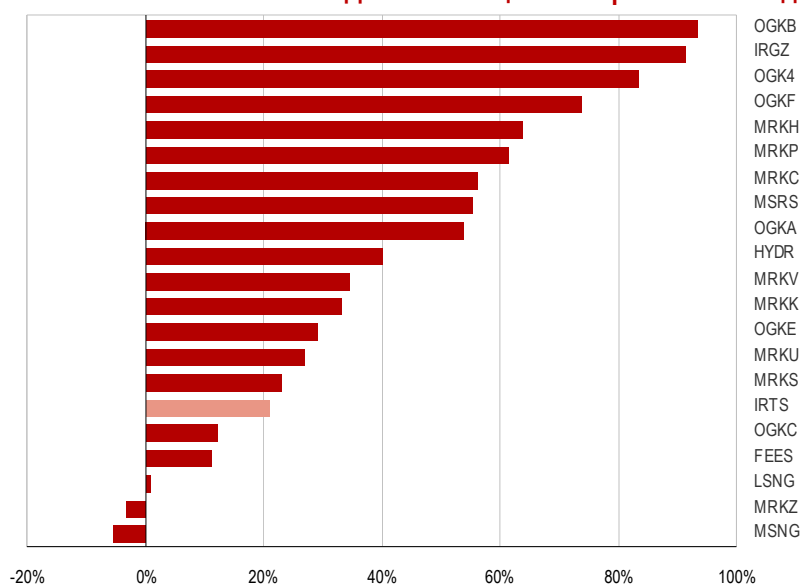
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
РусГидро	3 635	14 360	6 072	1 615	2 437	3 262	964	1 330	1 946
ФСК	2 898	4 343	4 911	959	2 377	2 552	- 1 938	686	1 198
Интер РАО	2 152	2 512	2 934	- 310	377	419	- 392	23	129
ОГК-1	1 193	1 629	1 928	149	171	186	98	55	78
ОГК-2	1 177	1 496	1 794	102	200	266	34	118	153
ОГК-3	948	1 236	1 372	189	78	73	135	37	22
ОГК-4	1 239	1 614	2 058	273	340	520	174	205	328
ОГК-5	1 246	1 491	2 069	244	316	555	101	144	308
ОГК-6	1 170	1 453	1 762	167	119	124	77	35	25
Мосэнерго	3 553	4 055	4 742	500	595	716	52	114	223
Иркутскэнерго	1 363	1 515	1 579	298	343	446	114	126	156
Холдинг МРСК	14 563	15 745	17 595	2 724	2 485	2 808	436	218	426
МОЭСК	2 708	3 813	3 779	882	1 093	1 126	339	254	306
Ленэнерго	925	1 145	1 445	328	310	530	89	46	173
МРСК Центра	1 551	2 072	2 725	305	454	710	66	189	327
МРСК Сибири	1 260	1 549	2 116	95	44	353	- 24	- 95	128
МРСК Урала	1 662	2 068	2 482	196	233	361	66	20	119
МРСК ЦП	1 494	1 935	2 330	189	250	412	24	27	132
МРСК СЗ	844	1 022	1 237	101	49	115	2	- 73	35
МРСК Волги	930	1 323	1 714	154	115	297	41	- 24	107
МРСК Юга	600	773	1 055	121	114	246	- 35	- 69	16
МРСК СК	315	404	492	26	61	86	- 18	- 3	5

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

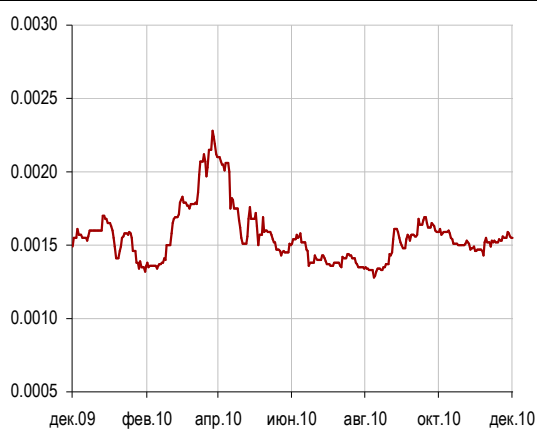
РусГидро

ФСК ЕЭС



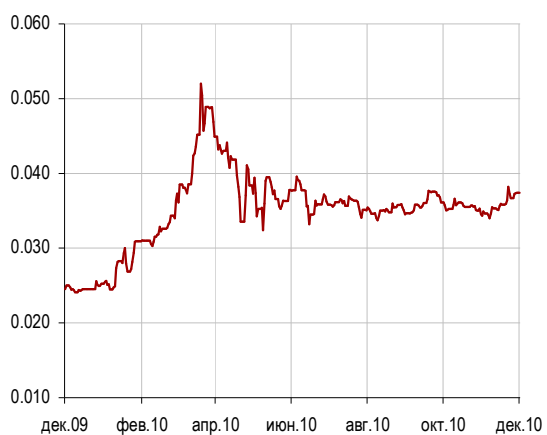
ИнтерРАО

Холдинг МРСК

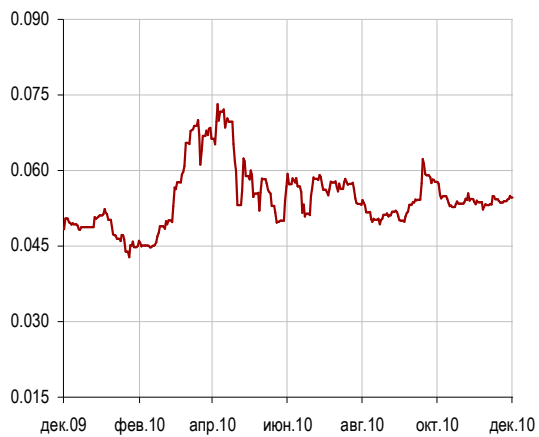


ОГК-1

ОГК-2



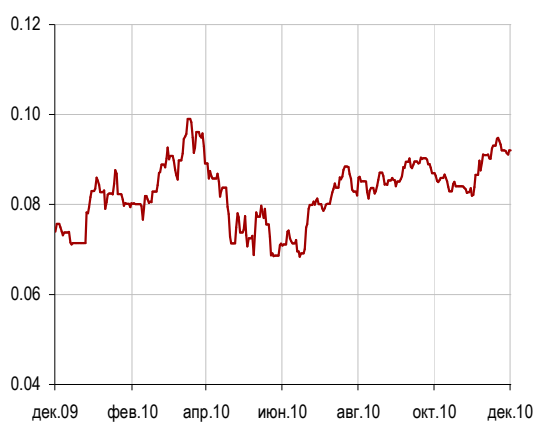
ОГК-3



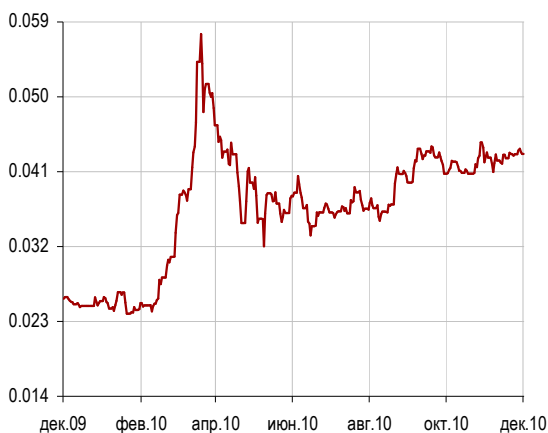
ОГК-4



ОГК-5



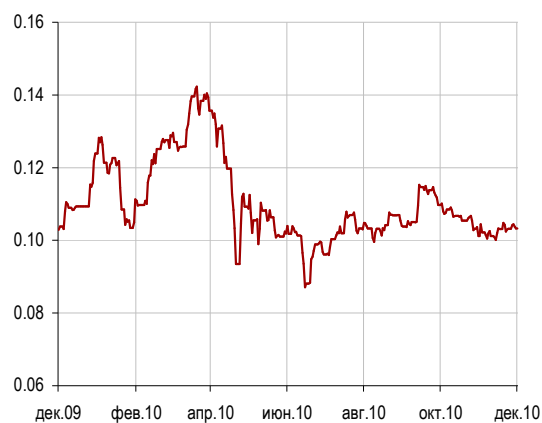
ОГК-6



ТГК-1



Мосэнерго



Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Телекоммуникации

Конкуренция растет

Сектор мобильной связи из-за растущей конкуренции на телекоммуникационных рынках России и рисков, связанных с M&A-стратегией российских сотовых компаний, в 2010 году стал одним из аутсайдеров рынка, в то время как бумаги МРК, напротив, продолжили дорожать на фоне прогресса в консолидации с Ростелекомом.

В настоящий момент мы считаем, что бумаги нового Ростелекома стоят слишком дорого, а акции МРК, обеспечивающие более дешевый вход в объединенную компанию – вполне адекватно. В сегменте мобильной связи мы ожидаем, что конкуренция в 2011 году останется высокой, а новые сделки M&A, которые в уходящем году не всегда позитивно воспринимались рынком, - вполне вероятны. Тем не менее, на наш взгляд, текущие ценовые уровни по бумагам МТС и VimpelCom не только полностью учитывают вышеуказанные риски, но и предполагают потенциал роста около 20 %

Что касается медиасектора, то мы отмечаем, что в уходящем году темпы восстановления рынка рекламы значительно превысили наши ожидания. Данный факт способствовал росту бумаг СТС Медиа по итогам года на 52 %. В 2011 г. динамика акций компании будет определяться ростом рекламного рынка, а также способностью СТС Медиа сохранить долю рынка телерекламы при переходе на систему продаж через собственный сейлз-хаус.

Лучшими идеями из покрываемых нами компаний являются акции мобильных операторов: МТС и VimpelCom.

		Цена \$	МCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
МТС(ADR)	MBT.N	20.5	19 600	12.1	2.14899	4.9	23.8	16%	держать
МТС (локальные)	MTSS	8.31	15 922	9.9	1.8	4.1	10.10	22%	покупать
VimpelCom Ltd.	VIP.N	14.6	18 797	11.0	2.1	4.4	17.5	20%	покупать
Ростелеком	RTKM	4.74	3 453	16.4	1.9	10.0	4.11	-13%	продавать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	6.30	2 633	16.3	1.9	4.9	8.33	32%	покупать
Центртелеком	CTLK	1.07	1 692	8.2	1.8	4.1	1.06	-1%	продавать
Уралсвязьинформ	URSI	0.05	1 549	14.8	1.5	4.3	0.05	-2%	продавать
Волгателеком	VTEL	4.61	1 133	8.7	1.2	3.1	4.61	0%	держать
Сибирьтелеком	STKM	0.09	1 057	10.9	1.2	3.3	0.09	0%	держать
СЗТ	SPTL	1.00	881	11.3	1.4	3.3	1.00	0%	держать
ЮТК	UTEL	0.21	622	15.5	1.7	4.9	0.21	1%	держать
Дальсвязь	DLSV	4.37	418	4.5	0.8	2.3	4.38	0%	держать
СТС Медиа	CTCM.O	22.7	3 496	23.3	5.3	14.8	26.45	17%	покупать

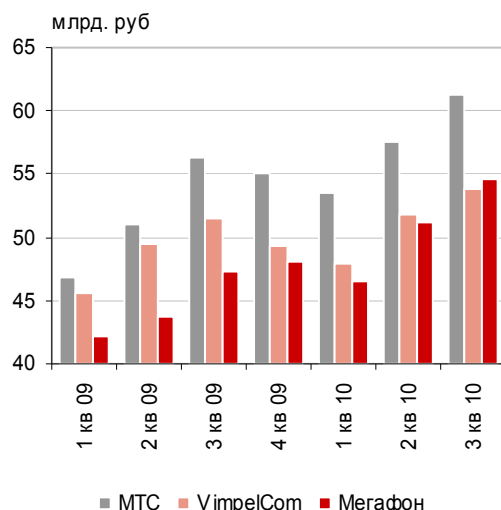
Основные тенденции

Мобильная связь: акции недооценены даже с учетом рисков

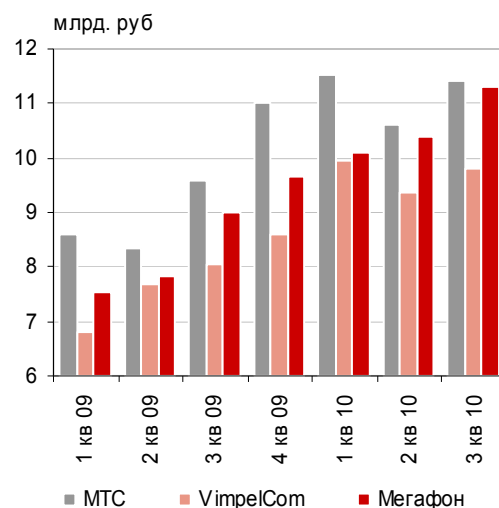
Сектор мобильной связи в 2010 г. был одним из аутсайдеров рынка. Среди причин такой динамики мы выделяем следующие:

- Рост конкуренции на российских телекоммуникационных рынках. В 2010 г. Мегафон опередил МТС и VimpelCom по темпам роста выручки и OIBDA, увеличив абонентскую базу на 16 % (у МВТ и VIP +1%), и превзошел конкурентов на рынке передачи данных.
- Риски, связанные с M&A-сделками сотовых операторов. В уходящем году VimpelCom Ltd. подписал соглашение о приобретении Weather Investment за \$ 6.6 млрд, что вызвало сильные продажи в бумагах компании. АФК «Система» заявила о готовности совершить приобретения в следующем году, хотя и не столь масштабные.

Выручка от мобильной связи в России



Выручка от дополнительных услуг в России



* - с учетом ритейла

Источники: данные компаний, оценка Аналитического департамента Банка Москвы

В 2011 г. мы:

- Ожидаем, что конкуренция на российском рынке останется высокой, что вызовет снижение рентабельности EBITDA мобильных операторов, а также рост CAPEX из-за вложений в 3G-инфраструктуру.
- Не исключаем новых M&A-сделок.

На наш взгляд, текущие **ценовые уровни по бумагам MBT и VIP не только включают в себя вышеуказанные риски, но и предполагает потенциал роста около 20 %**. На данный момент, российские мобильные операторы торгуются с мультипликатором EV/EBITDA 11 на уровне 3.9-4.3x, что соответствует дисконту 25-35 % к сопоставимым компаниям.

Фиксированная связь: внимание к стратегии нового Ростелекома

В 2010 г. реформа Связьинвеста приняла свое окончательное очертание, в результате чего бумаги МРК продолжили дорожать, а обыкновенные акции Ростелекома отстали от рынка.

Мы считаем, что, в 2011 г., после завершения процесса реорганизации, определяющим для бумаг нового Ростелекома станет стратегия объединенной компании.

На наш взгляд, **инвесторы в первую очередь обратят внимание на планы Ростелекома по развитию сегмента мобильной связи**, в том числе беспроводной передачи данных. Выход на вышеуказанные рынки практически с нуля обернется высоким уровнем CAPEX, что, учитывая растущую конкуренцию, может не привести к росту денежного потока. Другой вариант стратегии предполагает выход на рынки мобильной связи через M&A. В этом случае наиболее вероятным кандидатом на слияние с Ростелекомом нам видится Мегафон. Однако при реализации такого сценария мы не считаем, что миноритариям нового Ростелекома стоит рассчитывать на сверхвыгодные условия сделки.

Не менее важным нам видится отношение менеджмента компании к интересам миноритариев. Степень заинтересованности государства в росте капитализации «национального чемпиона» может стать определяющей для его бумаг. К примеру, покупка АКАДО по 12x EV/EBITDA 10 или НТК за \$ 1.5 млрд, хотя и позволит Ростелекому выйти на Московский рынок ШПД, на наш взгляд, не увеличит стоимость объединенной компании.

На текущий момент оценка нового Ростелекома находится на уровне 4.5x EV/EBITDA 11 и предполагает 12%-ную премию к аналогам. Бумаги МРК, на наш взгляд, оценены адекватно.

Медиа

В 2010 г. бумаги СТС Медиа продемонстрировали впечатляющий рост (+53 %) на фоне опережающих темпов восстановления рынка рекламы, который после 26%-ного падения в 2009 г. показал 14%-ный рост по итогам 9 месяцев 2010 г.

Российский рекламный рынок сохраняет высокий потенциал роста. Его объем составляет лишь 0.53 % ВВП, что ниже соответствующего показателя развитых стран. Наш прогноз на 2011-2016 гг. предполагает CAGR рынка телерекламы 18.5 % при средних темпах роста номинального ВВП на 16 %.

В 2011 г. в силу вступят поправки к закону «О рекламе», которые ограничат долю контролирующей более 65 % рынка Видео Интернэшнл (ВИ) до 35 %. Результатом данных изменений станет переход СТС Медиа на систему продаж через собственный сейлз-хаус. От того, сможет ли медиагруппа сохранить долю рынка при новой системе продаж, и будет зависеть динамика ее акций в будущем году.

На данный момент акции медиагруппы торгуются с дисконтом 20 % к индийским компаниям и 7%-ной премией к аналогам из восточной Европы по EV/EBITDA 11. Потенциал роста до нашей целевой цены составляет 17%.

Агрегированные показатели компаний телекоммуникационного сектора

% год-к-году	2008	2009	2010 О	2011 П
Выручка	29%	-17%	16%	10%
Операционная прибыль	22%	-16%	19%	10%
ЕБИТДА	27%	-14%	14%	10%
Чистая прибыль	-24%	-18%	54%	13%
Чистый долг	59%	-3%	-14%	-1%
Операционный денежный поток	31%	-10%	3%	11%
CAPEX	21%	-39%	34%	23%
Чистый денежный поток	-38%	273%	73%	-15%
P/E	10.9	14.3	17.6	11.4
P/FCF	97.9	158.8	42.6	24.6
EV/EBITDA	5.5	4.3	5.0	4.4
Чистый долг/ЕБИТДА	0.8	1.0	1.1	0.8

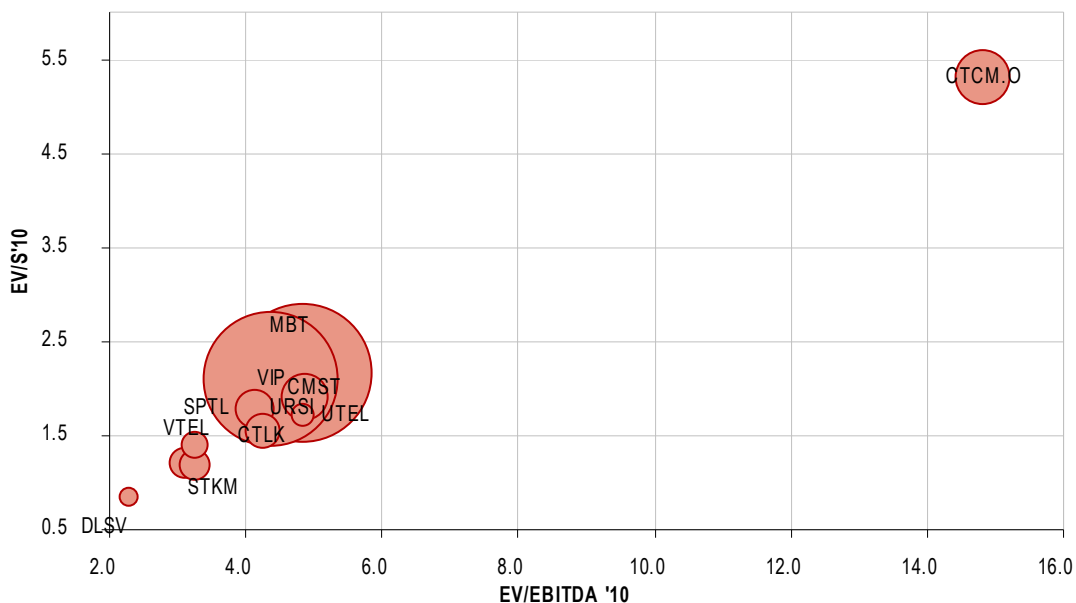
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

Наиболее привлекательными инвестициями в секторе мы считаем акции мобильных операторов: МТС и VimpelCom. На наш взгляд, риски возможных M&A и рост конкуренции на телекоммуникационных рынках России уже заложены в цены данных бумаг.

- Драйверами роста бумаг МТС мы видим высокие дивиденды за 2010 год. По нашим оценкам, текущий dividend yield составляет минимум 4.2 % (5.2 % для локальных акций), при этом в случае если на дивиденды, как и в прошлом году, будет направлено 75 % чистой прибыли, то данный показатель превзойдет 6.2 % (7.6 % для локальных акций).
- Акции МТС остаются ставкой на рост внутреннего спроса и укрепление рубля. По нашим оценкам, средний курс российской валюты в 2011 г. составит 29 руб./\$ а увеличение номинальных зарплат населения – 12.5 %, что приведет к росту потребления услуг мобильной связи.
- Основным триггером в акциях VimpelCom, на наш взгляд, выступит прояснение ситуации вокруг сделки с Weather. Мы считаем, что если алжирскому Djezzy грозит национализация, то акционеры VimpelCom не пойдут на сделку. Наш базовый вариант предполагает, что с властями Алжира будет найден компромисс.
- Еще одним импульсом к росту бумаг VIP может стать усиление позиций компании на российском рынке. По нашим оценкам, пересмотр ценовой политики VimpelCom в России приведет к росту потребления услуг компании и увеличению ее абонентской базы.

Оценка компаний сектора



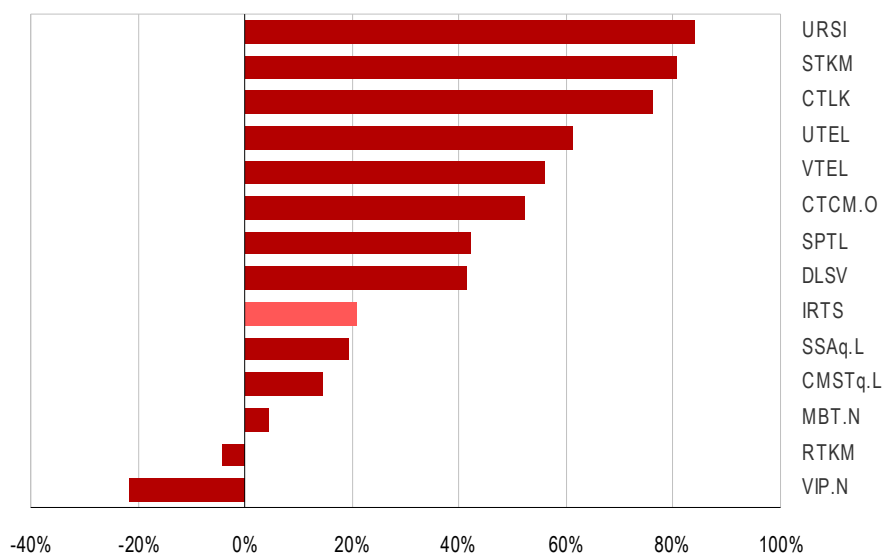
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П
МТС(ADR)	9 824	11 127	12 454	4 474	4 920	5 410	1 004	1 613	1 774
VimpelCom Ltd.	8 703	10 936	12 167	4 273	5 200	5 718	1 122	1 710	1 886
Ростелеком	2 067	2 081	2 182	374	407	460	171	211	233
Комстар-ОТС	1 480	1 786	1 920	591	692	748	-	206	185
Центртелеком	1 150	1 334	1 373	477	574	606	134	206	242
Уралсвязьинформ	1 295	1 516	1 574	452	544	585	55	105	142
Волгателеком	1 053	1 224	1 261	391	474	509	72	131	169
Сибирьтелеком	1 244	1 457	1 509	429	522	553	44	97	127
СЗТ	831	969	1 000	339	413	440	41	78	100
ЮТК	675	774	800	218	273	294	-	2	67
Дальсвязь	543	638	667	192	234	254	59	92	106
СТС Media	506	572	649	211	199	232	100	128	150

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: Bloomberg

Динамика акций сектора за год

MTC (ADR)



Vimpelcom Ltd.



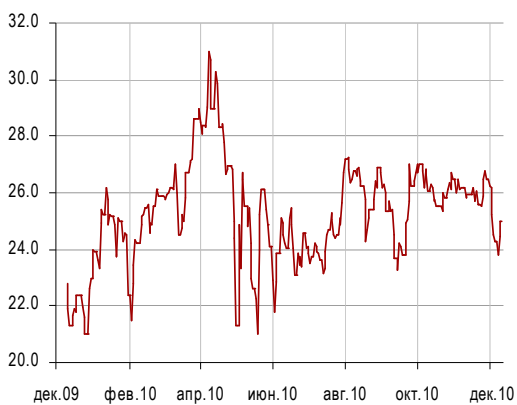
СТС-Медиа



Комстар-ОТС



АФК «Система»



Уралсвязьинформ



ЦентрТелеком



СЗТ



Дальсвязь



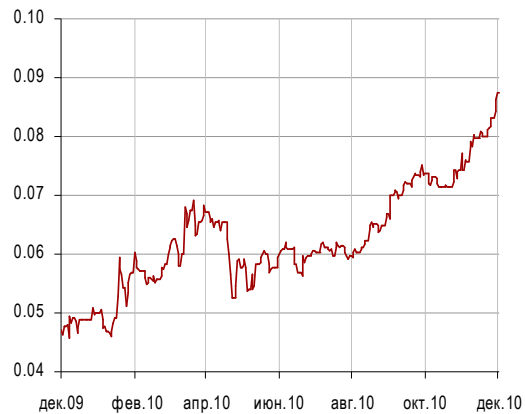
ЮТК



ВолгаТелеком



Сибирьтелеком



Ростелеком



Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Банковский сектор

Спекулятивных идей пока больше

Банковский сектор продолжит посткризисное восстановление в 2011 г. Отложенный спрос на кредитные ресурсы вкупе с исторически низкими процентными ставками должен привести к ускорению роста кредитного портфеля банков до 15-20 %.

Несмотря на все еще существенные отчисления в резервы, в 2010 г. банковский сектор может получить рекордную прибыль, а в следующем – приумножить ее. Впрочем, рынок уже закладывает эти ожидания в текущие котировки.

Снижение чистых отчислений в резервы сохранится на фоне улучшения качества кредитного портфеля. Ожидаемый разворот ставок на внутреннем рынке не должен оказать серьезного давления на процентную маржу банков.

Реализация масштабной программы приватизации будет оказывать неоднозначное влияние на котировки акций банков. Государство заинтересовано выручить максимально возможную сумму от продажи активов. 10 % акций ВТБ будет продано стратегу в начале 2011 г., еще столько же будет продано на открытом рынке. В Сбербанке государство на первом этапе готово сократить свою долю на 7.6 %. Приватизация этого пакета будет происходить параллельно с размещением программы DR с привлечением широкого круга международных инвесторов.

Главный вызов для банков в следующем году – это неопределенность на внешних рынках и неустойчивый рост глобальной экономики.

Потенциал роста банковских акций в настоящее время невысок, но нам по-прежнему нравятся акции Сбербанка, которые сочетают в себе фундаментальную идею ставки на развитие банковского сектора и спекулятивный потенциал при запуске программы DR и приватизации части госпакета акций.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 11	ROE, % 11	P/BV 11	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	3.46	74 765	7.2	14.4	1.9	4.1	18%	покупать
ВТБ	VTBRq.L	6.65	34 775	9.2	6.8	1.7	7.6	14%	держать
Банк Санкт-Петербург	BSPB	5.2	1 811	5.5	9.4	1.6	5.4	4%	держать
Банк Санкт-Петербург п	BSPBP	5.80	378				6.1	5%	держать

Динамика отрасли: вблизи локальных максимумов

Инвесторы положительно отреагировали на улучшение фундаментальных характеристик банков в 2010 г. С начала года по середину декабря акции российских банков опередили индексы по росту: акции Сбербанка подорожали на 28 %, акции ВТБ – на 48 %, акции Банка «Санкт-Петербург» – на 91 %. При этом индекс РТС вырос за этот же период на 22 %

На глобальных рынках акции российских банков также стали одними из лидеров роста. Наибольший прирост в цене акций пришелся на сентябрь-октябрь, когда правительство стало активно комментировать предстоящую приватизацию госактивов (в первую очередь ВТБ и Сбербанка).

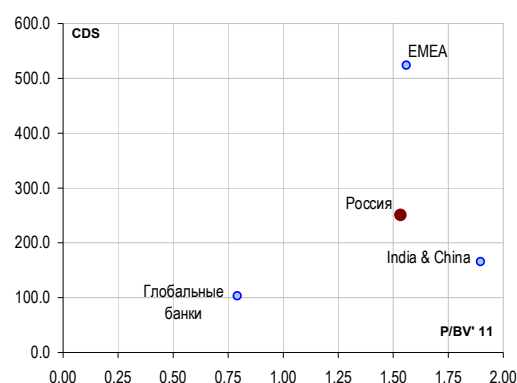
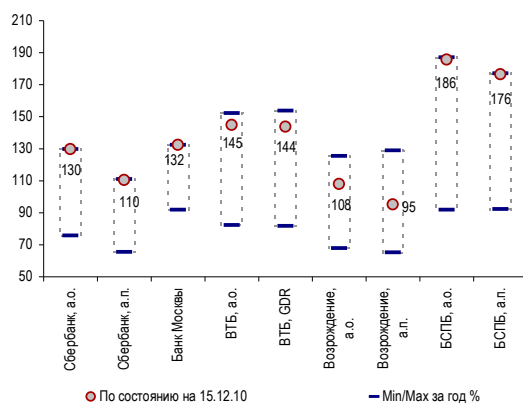
Мультипликаторы Цена/Капитал Сбербанка (1.9x за 2011 г.) и ВТБ (1.7x за 2011 г.) уступают только соответствующим показателям китайских банков. Практически все из бумаг российских банков находятся в настоящий момент вблизи годовых максимумов. Недотягивает до своих максимумов лишь Банк «Возрождение».

Сводные ценовые мультипликаторы и динамика акций и CDS глобальных банков

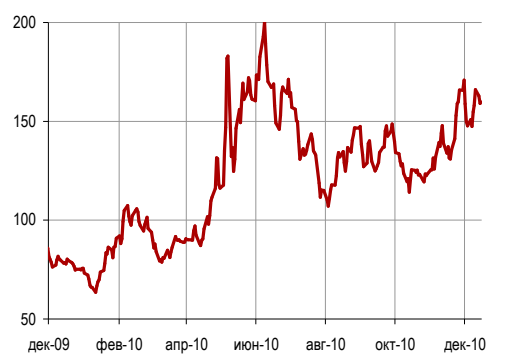
	P/BV		P/E			ROE		Цена, %			CDS change, bp		
	2009	2010	2009	2010	2011	2009	2010	1 мес	3 мес	YTD	1 мес	3 мес	YTD
Россия	2.1	1.9	85.1	16.6	9.3	3.0	12.5	5.6	25.8	41.7	-11	-23	-56
EMEA	2.1	1.6	11.9	9.8	13.6	13.6	14.2	0.6	6.2	12.7	18	-21	-157
LatAM	3.2	1.6	15.1	12.0	21.4	21.4	22.6	1.5	7.9	30.7	-	-	-
Индия, Китай	2.9	2.1	10.6	9.2	19.3	19.3	20.1	-7.9	-0.3	24.8	-1	-21	20
Global banks	0.9	0.9	10.4	8.6	5.1	5.1	10.0	0.9	-0.8	-5.5	-2	0	30

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

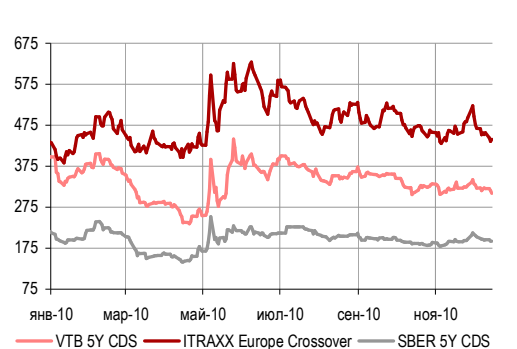
Сравнительная динамика акций российских банков, % к цене на начало 2010 г. Риски и стоимость



Индексы акций банковского сектора KBW & MSCI Global Banks Индекс CDS 25 европейских банков iTRAXX



Динамика акций российских и глобальных банков Динамика CDS ВТБ и индекса iTRAXX



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Фундаментальные тенденции

Улучшение фундаментальных характеристик банков, которые положительно отразились на чистой прибыли 2010 г., продолжится в 2011 г. Ключевые тенденции 2010 г. - давление на процентную маржу, снижение чистых отчислений в резервы и рост качества кредитного портфеля – сохранятся. Между тем, сокращение процентной маржи сильно замедлится, а чистые отчисления в резервы снизятся в несколько раз по сравнению с 2009-2010 гг., что приведет к дополнительному увеличению прибыли у банков. Рост кредитного рынка на 15-20 % позволит банкам увеличить объем чистого процентного дохода. Все это позволит банкам увеличить чистую прибыль в 2011 г.

Основные фундаментальные коэффициенты отдельных банков

	4 кв. 09	1 кв. 10	2 кв. 10	3 кв. 10	2009	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Чистая процентная маржа, %									
Банк "Санкт-Петербург"	6.1	5.7	5.5	5.3	5.4	5.5	5.3	5.1	4.8
Сбербанк	7.2	7.7	6.5	6.3	8.7	6.5	6.0	5.6	5.3
ВТБ	5.3	5.2	5.4	5.0	4.7	4.9	4.9	4.8	4.6
Темпы роста ЧПД, кв-к-кв %									
Банк "Санкт-Петербург"	10.2	0.9	-3.0	-0.8	9.7	16.0	7.0	10.0	8.7
Сбербанк	-3.2	1.7	-11.1	1.7	32.9	-4.7	6.5	5.9	8.8
ВТБ	20.8	-6.2	5.7	-2.9	34.0	17.9	14.0	8.9	7.7
Cost of risk, %									
Банк "Санкт-Петербург"	6.2	6.3	2.7	2.1	6.5	4.4	-0.2	-0.3	-0.4
Сбербанк	6.4	4.0	4.1	2.8	7.3	3.2	0.3	0.6	0.3
ВТБ	4.3	2.4	1.7	1.9	6.0	2.7	0.1	-0.2	-0.4
NPL, %									
Банк "Санкт-Петербург"	6.4	6.2	6.7	5.5	6.4	8.3	6.8	5.5	4.3
Сбербанк	8.5	8.9	9.1	8.7	8.5	9.3	6.5	5.1	4.1
ВТБ	9.8	10.2	9.5	9.5	9.8	10.5	8.8	7.2	5.7
Provisions/ Loans, %									
Банк "Санкт-Петербург"	9.1	10.4	11.1	10.3	9.1	12.5	12.5	10.9	9.3
Сбербанк	10.7	11.7	12.5	12.2	10.7	13.1	13.1	9.1	7.1
ВТБ	9.2	9.8	9.3	9.6	9.2	10.5	12.5	10.9	9.3
Coverage ratio, %									
Банк "Санкт-Петербург"	142.4	120.5	155.6	174.6	142.4	150.0	183.5	199.2	217.4
Сбербанк	124.9	131.6	136.6	141.1	124.9	140.0	200.6	179.6	173.5
ВТБ	93.9	96.1	98.0	98.0	93.9	100.0	142.7	151.8	162.0

Источники: отчетность банков по МСФО, Аналитический департамент Банка Москвы

Фактор приватизации: сначала ВТБ, потом Сбербанк

Фактор приватизации останется одним из главных спекулятивных драйверов, влияющих на динамику котировок акций российских банков в 2011 г.

Пилотным проектом приватизации является продажа 10.0 % акций ВТБ стратегу. Более месяца назад стала известна схема продажи – реализация пакета основному стратегу (TPG Capital). Если сделка будет успешной, ВТБ будет размещать на рынке еще 10.0 % акций в 2011 г.

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

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

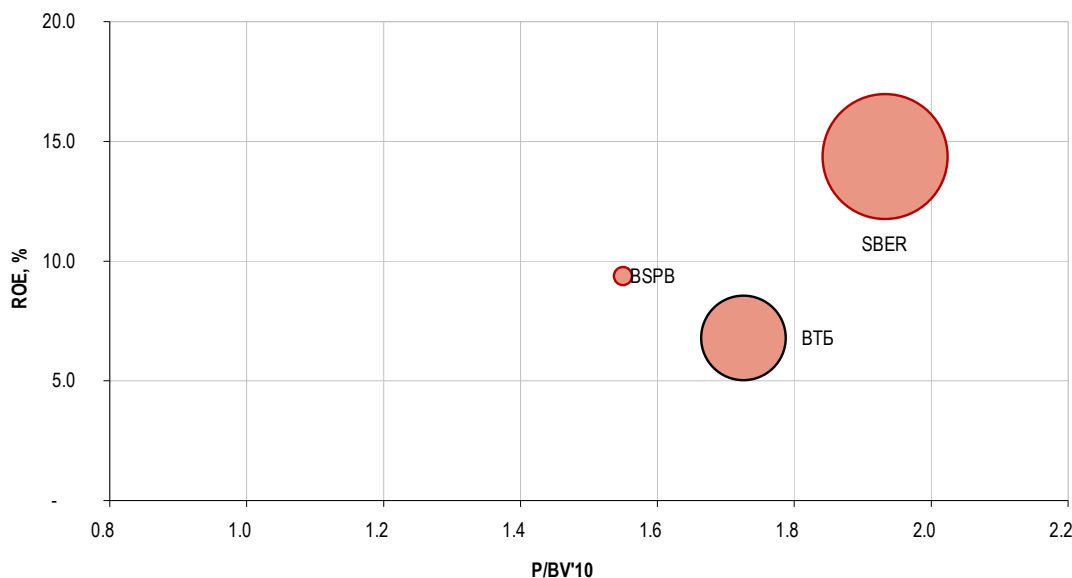
Несмотря на риски, инвесторы уже сейчас ставят на рост котировок Сбербанка и ВТБ. Их действия можно объяснить верой в то, что государство постарается продать свои активы как можно дороже, и в частности, дороже, чем они стоят сейчас. Таким образом, не исключено, что будущий рост котировок акций банковского сектора помимо улучшения фундаментальных показателей, в первую очередь, будет зависеть от спекулятивных факторов, таких как, цена сделки по продаже акций ВТБ, запуск программы депозитарных расписок, программы вознаграждения менеджмента и прочих.

Финансовые показатели компаний сектора

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

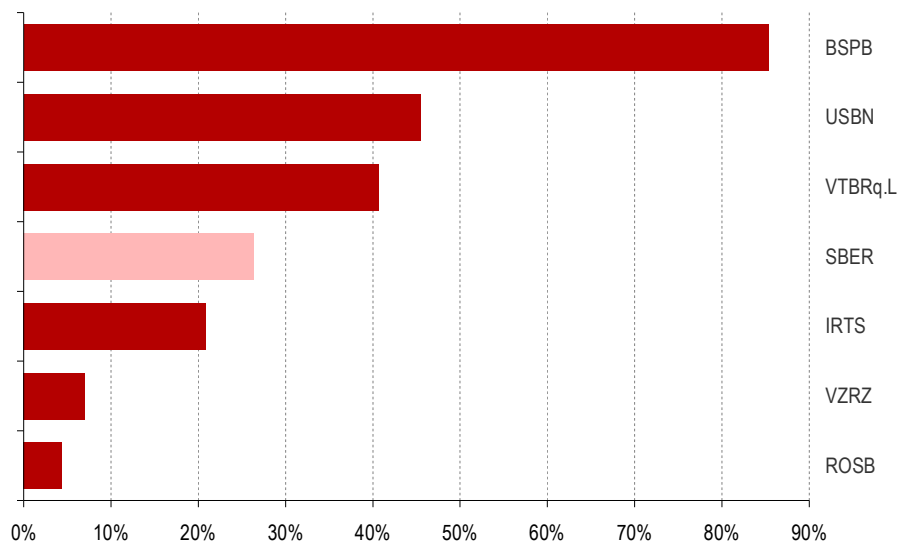
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Оценка компаний сектора



Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Сбербанк



ВТБ, GDR



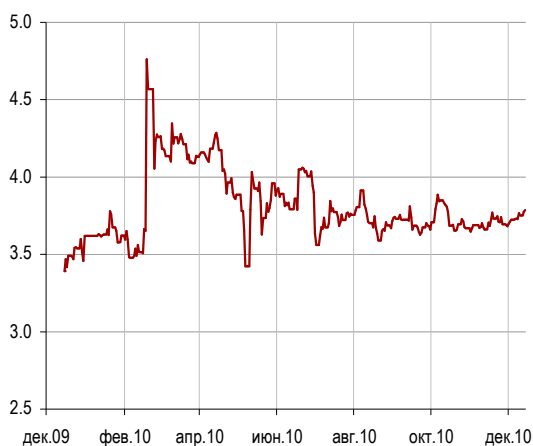
Возрождение



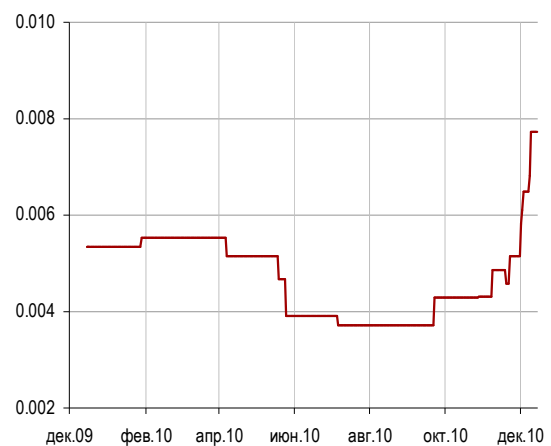
Банк «Санкт-Петербург»



Росбанк



Уралсиб



Виталий Купеев
Kupееv_VS@mmbank.ru

Потребительский сектор

В 2011 год с осторожным оптимизмом

В 2010 г. акции компаний потребительского сектора и розничной торговли выглядели значительно лучше рынка. Средний доход с начала года превысил 75 %, что существенно превышает рост индексов PTC (+21 %) и MSCI Russia (+16 %). На сегодняшний момент средние мультипликаторы акций сектора составляют 10.0x EV/EBITDA и 20.4x P/E 2011 П. Дисконт в оценках российских компаний по сравнению с их аналогами из развивающихся стран за последний год заметно снизился. При этом продуктовые розничные сети (X5 и Магнит) торгуются с премией к компаниям из своей группы, что обусловлено более высокими темпами роста их операций.

На наш взгляд, рост котировок акций компаний сектора в 2011 г. будет определяться прежде всего перспективами дальнейшего роста бизнеса, возможностью увеличить положение на рынке и удержать текущие показатели рентабельности. Возможные сделки M&A в секторе станут дополнительным катализатором для раскрытия стоимости компаний.

Мы прогнозируем, что в 2010-2012 гг. компании, освещенные в данном обзоре, будут демонстрировать ежегодный рост выручки на 19 %, в то время как EBITDA будет увеличиваться на 22 %, а показатель прибыли на акцию будет расти на 26 %.

Нашими лучшими идеями в секторе являются акции ритейлеров. Нашими фаворитами среди розничных компаний являются акции X5, Дикси и М.Видео. Из компаний потребительского сектора мы обращаем внимание на акции Синергии и Калины. Мы рекомендуем «держат» акции Магнита, Росинтера, Фармстандарта, Верофарма и Вимм-Билль-Данна.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
X5	PJPq.L	41.5	11 257	30.8	1.1	13.9	55.0	33%	покупать
Магнит (GDR)	MGNT LI	28.1	12 501	35.5	1.7	20.2	31.3	11%	держат
Магнит (локальные а)	MGNT	129.4	11 511	32.7	1.6	18.7	136.0	5%	держат
Дикси	DIXY	13.7	1 149	nm	0.7	12.6	16.8	23%	покупать
М-Видео	MVID	8.8	1 586	26.5	0.5	10.4	11.0	25%	покупать
Росинтер	ROST	23.6	385	33.7	1.3	11.8	23.0	-3%	продавать
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	32.2	5 672	37.1	2.5	16.3	33.0	2%	держат
Синергия	SYNG	46.7	1 018	16.4	1.6	9.1	55.0	18%	держат
Калина	KLNA	27.7	234	9.4	0.6	5.5	32.0	15%	держат
Фармстандарт	PHSTq.L	26.9	4 059	17.9	4.5	12.2	30.0	12%	держат
Верофарм	VRPH	47.3	473	11.2	2.7	7.8	50.0	6%	держат

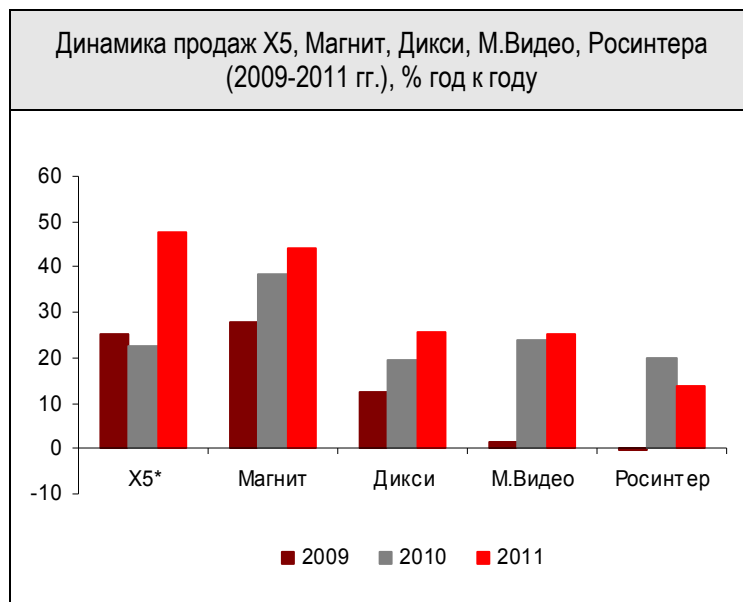
Основные тенденции

Розничная торговля

Компании розничной торговли продолжат демонстрировать высокие темпы роста в 2011 г. При этом мы выделяем различные факторы, которые станут основными причинами роста для различных категорий ритейлеров.

Так, мы полагаем, что рост выручки розничных сетей, занимающихся торговлей продуктами питания, будет происходить за счет увеличения торговых площадей и роста инфляции. В то же время ритейлеры непродовольственных товаров и ресторанные сети покажут рост продаж, который будет связан с возобновлением открытий новых торговых точек, постепенным восстановлением общих покупательских трендов, а также эффектом низкой сравнительной базы, которая наблюдалась до 2-й половины 2010 г.

В целом мы уверены, что обе категории ритейлеров покажут существенное ускорение роста в 2011 г., однако дальнейшие перспективы будут связаны и возможностью удержания темпов увеличения торговых площадей, уровня инфляции в стране, а также влияния макроэкономических факторов на покупательскую способность населения.



* - включая консолидацию Копейки с 01.01.2011

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Мы полагаем, что продуктовые ритейлеры продолжают показывать рост выручки, превосходящий по темпам другие компании потребительского сектора на фоне сохранения агрессивной программы открытий новых магазинов, а также высоких показателей LFL-продаж при ускоряющейся инфляции на продукты питания.

Нашими основными идеями среди продуктовых ритейлеров в 2011 г. являются акции **X5 Retail Group** и **Дикси**. Из непродуктовой розницы мы выделяем акции **М.Видео**.

Потребительский сектор

Мы полагаем, что в условиях сдержанного роста потребления в 2011 г. на фоне высоких темпов инфляции и слабого восстановления макроэкономических показателей при рассмотрении основных инвестиционных идей в потребительском секторе нужно в большей степени учитывать особенности отдельных компаний, нежели исходить из общих тенденций сектора.

Нашей основной инвестиционной идеей в потребительском секторе являются акции **Синергии**. Мы отмечаем способность компании показывать высокий рост объемов (+11 % за первые 9 месяцев и +16 % в 3-м квартале 2010 г.) за счет ключевых брендов, наличия собственной сильной дистрибьюторской платформы, расширения высокомаржинальных экспортных операций, а также возможностей для дальнейшей консолидации торговых марок на российском рынке. Акции компании торгуются со средним дисконтом в 40 % по отношению к своим аналогам с развивающихся рынков по показателям EV/EBITDA и P/E 2011 г.

Фармацевтический сектор

В 2010 г. рост фармацевтического рынка как в денежном выражении, так и в упаковках был достаточно сдержанным по сравнению с прошлыми годами. Основной рост рынка за 9 месяцев 2010 г. происходил за счет роста госпитального сегмента (+9 % в рублях), объем рынка ДЛО вырос на 15 %, в то время как коммерческий рынок показал рост лишь в скромные 3 %. Динамика сегмента парафармацевтики находится по-прежнему в отрицательной зоне, падение продаж составляет около 4 %.

В 2010 г. дистрибьюторы фармацевтической продукции столкнулись с обострением ценовой конкуренции на фоне вступления в действие новых правил ценообразования на жизненно важные препараты и нового порядка формирования как оптовых, так и розничных цен. Данные факторы негативно сказались на показателях рентабельности дистрибьюторов и аптечных сетей, однако не повлияли на рентабельность фармпроизводителей.

Среди средне- и долгосрочных факторов, способствующих развитию фармацевтического рынка, мы выделяем замедление роста цен, что должно позитивно сказаться на общем росте потребления лекарств, повышение расходов государства на программу ДЛО, а также общие

меры, направленные на совершенствование качества и доступности медицинских услуг. Негативным фактором для фармацевтических компаний является введение ограничений на работу медицинских представителей с врачами в вопросах продвижения препаратов.

Несмотря на то что мы видим долгосрочный потенциал роста российского фармацевтического рынка, на наш взгляд, при текущих оценках акции фармацевтических производителей (**Фармстандарта** и **Верофарма**) уже справедливо оценены рынком.

Высокая инфляция в следующем году – основная угроза для потребительского сектора

В качестве основного риска для компаний потребительского сектора и розничной торговли мы отмечаем ускорение инфляции. Резкий скачок цен на продукты питания с августа 2010 г., вызванный летней засухой, подхлестнул всплеск общей инфляции в стране. Поскольку основные макроэкономические показатели остаются пока еще достаточно слабыми, мы полагаем, что ускорение инфляции в следующем году до 10.5 % может создать определенную угрозу для быстрого восстановления потребительского спроса.

Снижение индекса потребительской уверенности, зафиксированное осенью 2010 г., показало, что увеличение инфляции на фоне достаточно слабых макроэкономических показателей вызывает у российских потребителей озабоченность и снижение уверенности. Мы полагаем, что на этом фоне компаниям потребительского сектора будет сложно полностью переложить рост себестоимости продукции на плечи потребителей без снижения объемов реализации, в то время как ритейлеры будут вынуждены ограничить собственную наценку, для того чтобы не потерять клиентов.

Динамика основных финансовых показателей компаний сектора

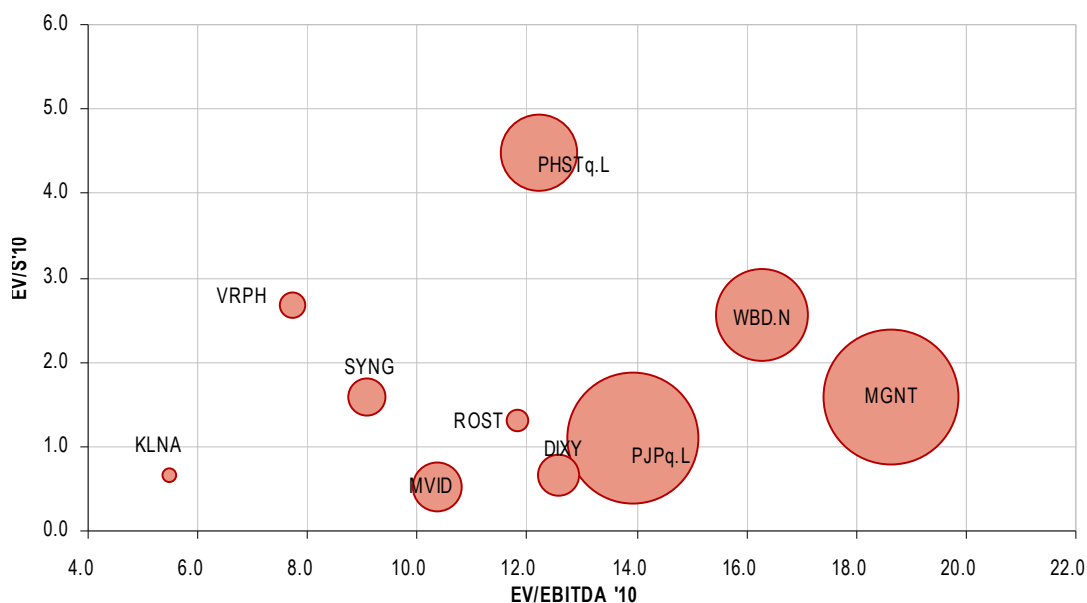
% год к году (в долларовом выражении)	2008	2009	2010 О	2011 П
Выручка	42%	-5%	40%	28%
Операционная прибыль	42%	-4%	29%	27%
ЕБИТДА	43%	-1%	27%	25%
Чистая прибыль	-351%	-154%	48%	25%
Чистый долг	-6%	-32%	133%	0%
Операционный денежный поток	95%	4%	-4%	53%
CAPEX	38%	-62%	247%	-26%
Чистый денежный поток	-8%	-174%	-348%	-99%
P/E	neg	45.0	30.3	24.3
P/FCF	20.9	20.0	20.8	13.6
EV/ЕБИТДА	18.9	19.0	14.9	11.9
Чистый долг/ЕБИТДА	1.4	1.0	1.8	1.4

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Ключевые рекомендации

- Из продуктовых ритейлеров наш фаворит – **X5 Retail Group**. Недавнее приобретение сети «Копейка» одновременно увеличивает торговую площадь магазинов под управлением X5 на 25 %. Ожидаемый синергетический эффект, заключающийся в оптимизации работы магазинов, улучшение закупочных условий, а также экономия на административных расходах должны позитивно сказаться на стоимости X5. Сделка с Копейкой и ускорение органического развития могут стать поводом для сужения дисконта в сравнительной оценке с Магнитом, который составляет 16 % по мультипликаторам EV/EBITDA и P/E 2011П.
- Мы советуем также обратить внимание на акции **Дикси**. Бумаги компании торгуются с более чем 25%-ным дисконтом к среднему значению мультипликатора 2011П EV/EBITDA развивающихся стран и 33%-ным дисконтом к российским аналогам, что отчасти обусловлено низкой ликвидностью акций, а также сравнительно небольшим масштабом компании. Мы полагаем, что дисконт в оценке Дикси к X5 и Магниту должен сократиться по мере роста масштаба компании, а также уверенности инвесторов в способности руководства компании выполнять озвученные прогнозы развития сети и оптимизации затрат.
- Восстановление продаж непродовольственных товаров должно быть позитивно для акций **М.Видео**. Возобновление роста сопоставимых продаж вместе с существенным ускорением открытий новых магазинов (с 20 в прошлом году (нетто) до 40 новых магазинов в текущем году) создают отличную платформу для роста в перспективе 2011 г.
- Нашей основной инвестиционной идеей в потребительском секторе являются акции **Синергии**. Мы отмечаем способность компании показывать высокий рост объемов (+11 % за первые 9 месяцев и +16 % в 3-м квартале 2010 г.) за счет ключевых брендов, наличия собственной сильной дистрибьюторской платформы, расширения высокомаржинальных экспортных операций, а также возможностей для дальнейшей консолидации торговых марок на российском рынке.

Оценка компаний сектора



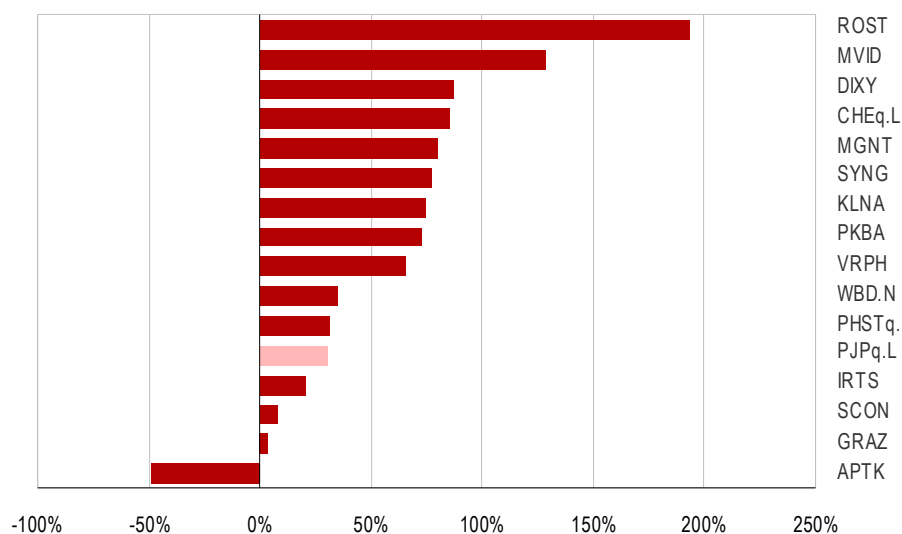
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
X5 PJPq.L	41.5	11 257	30.8	1.1	13.9	55.0	33%	покупать
Магнит (GDR) MGNT LI	28.1	12 501	35.5	1.7	20.2	31.3	11%	держать
Магнит (локальные а MGNT	129.4	11 511	32.7	1.6	18.7	136.0	5%	держать
Дикси DIXY	13.7	1 149		0.7	12.6	16.8	23%	покупать
М-Видео MVID	8.8	1 586	26.5	0.5	10.4	11.0	25%	покупать
Росинтер ROST	23.6	385	33.7	1.3	11.8	23.0	-3%	продавать
Вимм-Билль-Данн WBD.N	32.2	5 672	37.1	2.5	16.3	33.0	2%	держать
Синергия SYNG	46.7	1 018	16.4	1.6	9.1	55.0	18%	держать
Калина KLNA	27.7	234	9.4	0.6	5.5	32.0	15%	держать
Фармстандарт PHSTq.L	26.9	4 059	17.9	4.5	12.2	30.0	12%	держать
Верофарм VRPH	47.3	473	11.2	2.7	7.8	50.0	6%	держать

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: Bloomberg

Динамика акций сектора за год

X5 Retail Group



Магнит (локальные акции)



Дикси Групп



М.Видео



Вимм-Билль-Данн (ADR)



Синергия



Фармстандарт (GDR)



Верофарм



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Автомобилестроение

К новым вершинам

Акции автомобилестроительных компаний в 2010 г. показали хороший результат, опередив российский рынок акций в целом. Наиболее яркой бумагой года стали акции АвтоВАЗа, подорожавшие в 2.5 раза. Впрочем, поводом для переоценки вновь стала очередная реструктуризация внутри компании.

Отрасль продолжает восстанавливаться. Благодаря мощной государственной поддержке, по итогам 2010 г. большинству компаний отрасли удастся выйти на безубыточный уровень производства, а в 2011 г. отрасль, по нашим оценкам, выйдет на чистую прибыль. Во многом данные тенденции уже заложены в оценку отрасли, тем не менее, как и в прошлом, в следующем году инвесторов может ожидать много сюрпризов, связанных как с восстановлением рынка, так и с дальнейшим изменением внутренней структуры отрасли и отдельных компаний.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
АвтоВАЗ	AVAZ	1.24	1 724	neg	0.9	neg	0.90	-28%	продавать
ГАЗ	GAZA	36.0	667	neg	0.5	neg	-		
Sollers	SVAV	21.0	721	neg	0.9	18.3	23.7	13%	держать
КАМАЗ	KMAZ	2.37	1 676	neg	0.7	14.6	2.2	-7%	продавать
Силловые машины	SILM	0.30	2 587	215.6	1.6	19.6	-		

Основные тенденции

В 2010 г. российский автомобильный рынок преподнес сюрприз. Наши прогнозы, сделанные в начале года и казавшиеся одними из самых оптимистичных на рынке, были достигнуты уже по итогам 10 месяцев. Во многом, как и в мировой практике последних двух лет, динамика российского рынка определялась размером государственной поддержки отрасли. В частности, в России наиболее существенное влияние оказывала программа утилизации старых автомобилей. Наиболее ярко влияние программы демонстрируют продажи АвтоВАЗа, 42 % которых пришлось на действующую программу.



Источники: АЕВ, АвтоВАЗ, Аналитический департамент Банка Москвы

Огромная государственная поддержка, выраженная не только в программе утилизации, но и в увеличении госрасходов на закупку техники, субсидировании процентных ставок, рефинансировании задолженности и т.д., сумела вывести крупнейшие компании на безубыточный уровень производства. По итогам 2011 г. мы полагаем, что российские автопроизводители смогут выйти в плюс и на уровне чистой прибыли.

Динамика финансовых показателей крупнейших российских автомобилестроительных компаний

% год-к-году (в долларовом выражении)	2008	2009	2010 О	2011 П
Выручка	0.4	-55.0	55.1	14.0
Операционная прибыль	н/д	н/д	н/д	-61.4
ЕБИТДА	н/д	н/д	н/д	-21.5
Чистая прибыль	н/д	н/д	н/д	-20.1
Чистый долг	20.3	43.1	-6.5	-6.9
Операционный денежный поток	н/д	н/д	н/д	4.0
CAPEX	22.9	-51.4	-4.9	10.4
Чистый денежный поток	н/д	н/д	н/д	н/д
P/E	7.7	отр.	отр.	109.4
P/FCF	отр.	отр.	отр.	отр.
EV/ЕБИТДА	5.2	отр.	отр.	10.1
Чистый долг/ЕБИТДА	2.3	отр.	отр.	4.5

Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

Что стоит ожидать от сектора в 2011 г.

- Рынок продолжит расти.** Практика других стран показывает краткосрочность эффекта от стимулирующих программ. Не подкрепленный органическим ростом рынок, как правило, по завершении действия госпрограммы возвращается на начальные уровни. В данной связи важным решением Правительства для российского рынка является продление программы утилизации в 2011 г. По предварительным данным, ее объем будет равен 14 млрд. руб. Более того, в следующем году ожидается введение аналогичной программы для рынка коммерческой техники.

Впрочем, и без поддержки государства, которая оказывает влияние лишь на отдельный сегмент рынка (в основном бюджетные автомобили), российский рынок в конце прошлого года отразил наличие органического роста, который искусственно сдерживался ограниченными квотами автопроизводителей. В данной связи мы полагаем, что в следующем году на российском рынке также сохранится позитивная динамика. Мы ждем 15%-ный рост рынка до 2 млн автомобилей, что с учетом негативной динамики европейских рынков может вернуть Россию на вторую позицию в Европе.

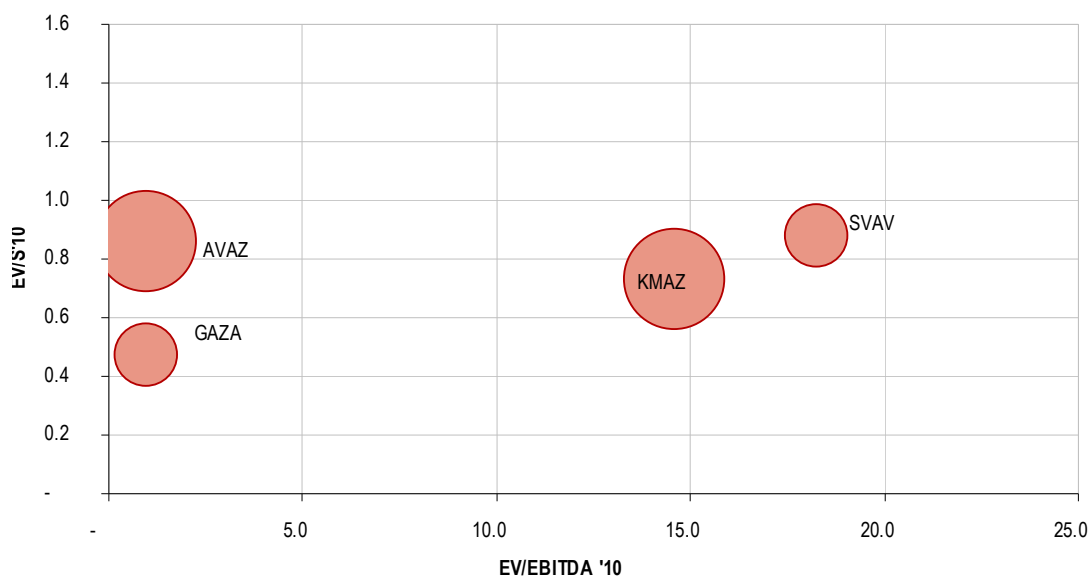
- Сектор продолжает оставаться интересным для M&A. В частности, можно ожидать увеличения доли участия иностранных партнеров в капитале российских автопроизводителей (АвтоВАЗ, КАМАЗ). Кроме того, поводом для переоценки КАМАЗа является приобретение Ростехнологиями белорусского автопроизводителя – МАЗ.

В данной стратегии мы пересмотрели наши целевые уровни по акциям автомобилестроительных компаний, что в большей степени обусловлено сдвижением прогнозного периода. По нашим оценкам, в настоящее время акции автомобилестроительных компаний уже во многом учитывают позитивные тенденции, в связи с чем мы выделяем лишь бумаги Sollers как компании, имеющей потенциал.

Изменение целевых уровней и рекомендаций по акциям автомобилестроительных компаний

	Целевой уровень, \$		Изм., %
	Новый	Старый	
АвтоВАЗ	0.90	0.87	4
Sollers	23.7	19.9	19
КАМАЗ	2.20	1.90	16

Оценка компаний сектора



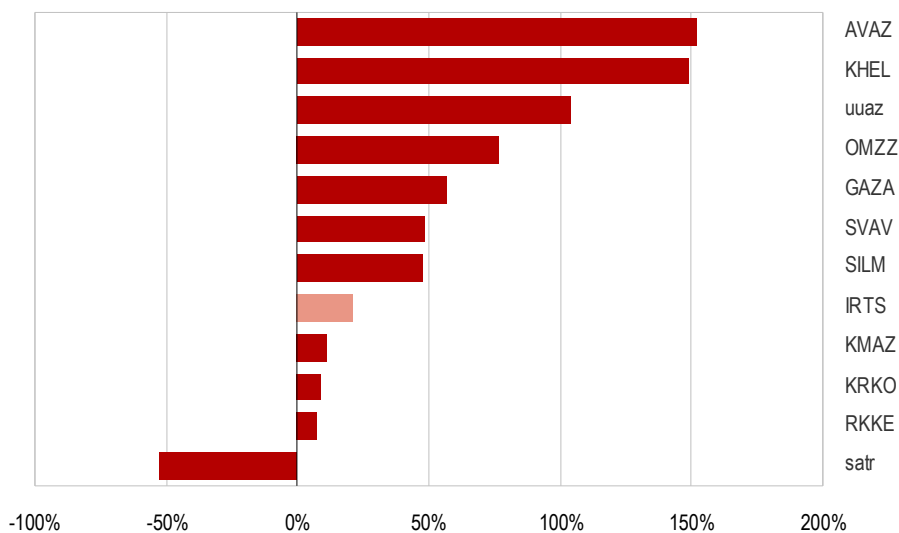
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$					
	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П	2009 О	2010 П	2011 П			
АвтоВАЗ	2 897	4 446	4 563	-	1 114	510	230	-	1 540	120	15	
ГАЗ	2 457	3 797	4 366	-	100	120	138	-	449	-	260	50
Sollers	1 095	1 697	2 263		8	81	164	-	159	-	77	5
КАМАЗ	1 917	3 021	3 626		26	151	189	-	71	-	5	10
Силовые машины	1 592	1 489	1 709		158	122	160		41	12	10	

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

АвтоВАЗ



ГАЗ



Sollers



КАМАЗ



Силловые машины



Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Без эйфории

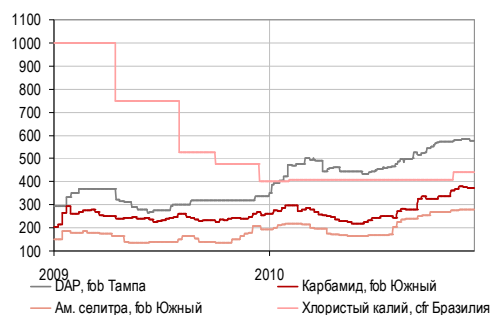
Посткризисное оживление пришло на рынок минеральных удобрений значительно позже, чем на другие товарные рынки, и не без помощи природных катаклизмов, однако сразу же привело к резкому увеличению покупательского интереса к бумагам их производителей. Нам представляется, что ожидания, которые рынок закладывает относительно данной отрасли в настоящий момент, могут оказаться слишком оптимистичными.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Уралкалий	URKA	7.19	15 274	23.9	8.4	16.8	5.03	-30%	продавать
Сильвинит	SILV	888	6 952	9.7	5.5	8.4	843	-5%	продавать
Акрон	AKRN	36.5	1 742	10.3	1.8	8.5	35.8	-2%	продавать

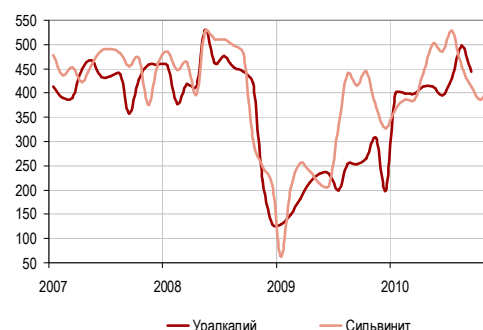
Основные тенденции

В то время как большая часть товарных рынков, испытавших резкое падение в конце 2008 г., начали оживать уже в 1-2-м кварталах 2009-го, рынки минеральных удобрений провели «на дне» гораздо больше времени, если не с точки зрения объемов, то с точки зрения цен. Вплоть до середины 2010 г. стоимость наиболее распространенных удобрений оставалась близкой к многолетним минимумам, а рынки сельхозпродукции выглядели довольно вяло. Ситуацию помогла исправить летняя засуха, способствовавшая резкому росту цен на большинство видов сельхозпродукции и, соответственно, улучшению благосостояния фермеров в не пострадавших от засухи Северной и Южной Америке, Китае, Индии и других странах Азии, где в основном минеральные удобрения и покупают.

Цены на основные виды минеральных удобрений



Динамика операционных показателей Уралкалия и Сильвинита, тыс. т



Источники: Bloomberg, данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

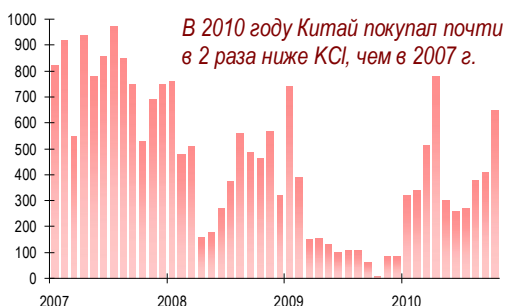
Впрочем, рынок акций достаточно быстро и, на наш взгляд, даже с некоторым опережением отреагировал на улучшение фундаментальной ситуации в отрасли, тем более что оно совпало со сменой собственников российских калийных компаний и с неудачной, но показательной попыткой ВНР Billiton приобрести крупнейшую компанию отрасли в мире – канадскую Potash Corp. С июля 2010 г. акции Уралкалия, Сильвинита и Акрона выросли на 30-80 %, став одними из лидеров роста второй половины года на российском рынке акций.

Тем не менее, в настоящий момент существуют факторы, которые заставляют нас с осторожностью смотреть на перспективы дальнейшего роста стоимости, как минимум в калийном сегменте.

Главным образом, это серьезное снижение по сравнению с пиковыми докризисными уровнями импорта калийных удобрений со стороны Китая. За 10 месяцев 2010 г. Китай импортировал 4.2 млн т калийных удобрений – почти в 2 раза меньше, чем в лучшем в истории отрасли 2007 г., и это при том, что в настоящий момент цены для Китая – самые низкие в мире и, весьма вероятно, вырастут с началом нового года. Тревожной тенденцией является и рост

внутреннего производства хлористого калия в Китае на фоне стагнации или даже снижения потребления: за последние 5 лет объемы производства калия в Поднебесной выросли почти на 1 млн т, или в 1.5 раза. Из относящихся к Китаю краткосрочных негативных факторов отметим, что текущий годовой контракт на поставку удобрений в КНР истекает в 2010 г., а новое соглашение еще не заключено, что может привести к снижению операционных показателей компаний сектора в начале 2011 г.

Импорт калийных удобрений в КНР, тыс. т



Видимое потребление калийных удобрений в Китае, тыс. т



Источники: Bloomberg, Таможенная статистика КНР, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

К Акрону действие этого фактора не применимо, однако беспокойство вызывает неизбежный рост внутрироссийских цен до экспортного паритета на ключевые виды сырья для компании – природный газ, хлористый калий и апатитовый концентрат из-за которого компания может потерять основные конкурентные преимущества на мировом рынке.

При этом мы ожидаем, что на фоне некоторого роста средней цены реализации и увеличения объемов производства финансовые показатели компаний сектора продолжают увеличиваться, однако даже с учетом этого увеличения отрасль сейчас торгуется с редким для сырьевого сектора мультипликатором EV/EVITDA 11 около 10.

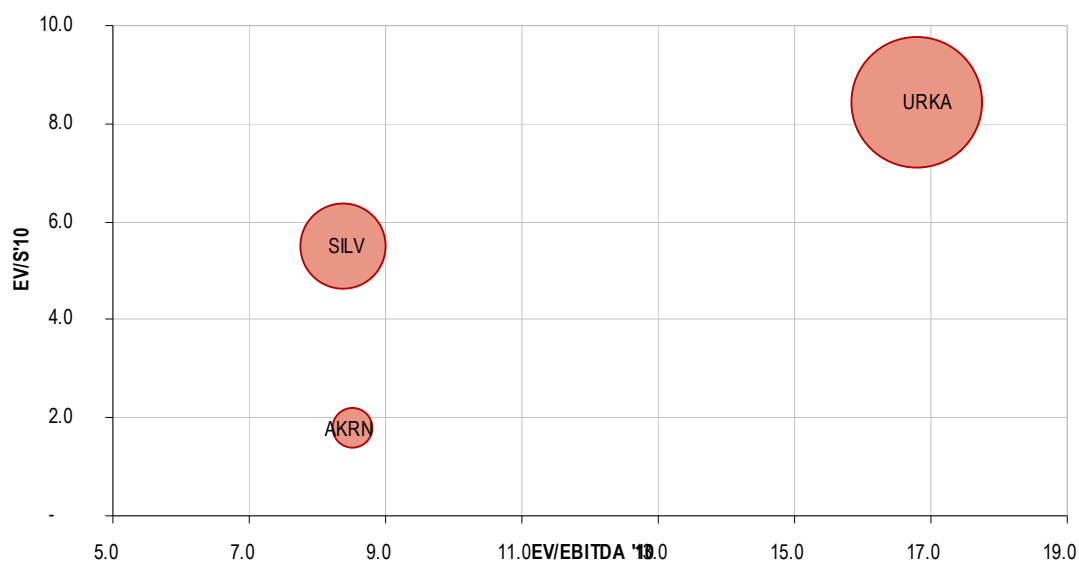
Динамика основных финансовых показателей компаний сектора

% год-к-году (в долларовом выражении)	2008	2009	2010 О	2011 П
Выручка	95.6	-48.3	43.7	17.4
Операционная прибыль	252.9	-65.9	52.3	17.7
ЕБИТДА	221.8	-62.5	47.2	17.4
Чистая прибыль	210.9	-57.1	47.8	13.4
Чистый долг	403.6	11.2	-28.3	-12.5
Операционный денежный поток	212.9	-63.7	87.9	11.0
CAPEX	445.0	-79.4	6.5	18.3
Чистый денежный поток	отр.	отр.	275.5	6.3
P/E	10.0	23.4	15.8	14.0
P/FCF	отр.	83.9	22.3	21.0
EV/ЕБИТДА	6.6	17.7	12.0	10.3
Чистый долг/ЕБИТДА	0.6	1.9	0.9	0.7

Ключевые рекомендации

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

Оценка компаний сектора



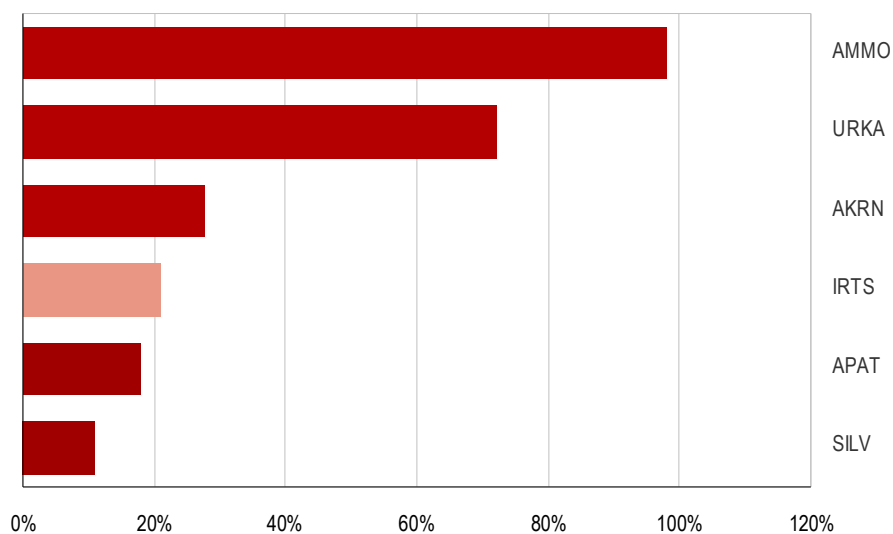
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			ЕБИТДА млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П
Уралкалий	1 064	1 853	2 143	515	926	1 075	286	639	751
Сильвинит	1 051	1 446	1 685	749	948	1 084	524	718	828
Акрон	1 182	1 438	1 733	213	300	394	223	170	153

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС, ММББ

Динамика акций сектора за год

Уралкалий



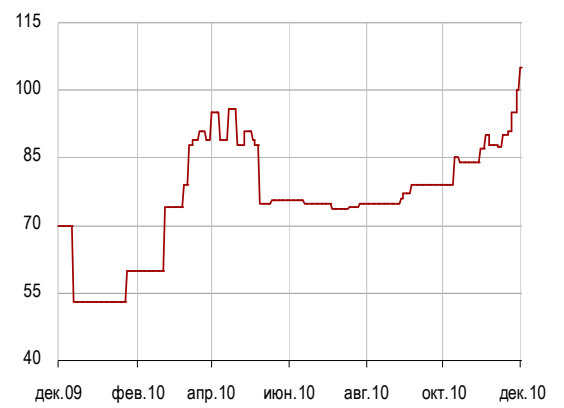
Сильвинит



Акрон



Аммофос



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Транспорт

Рост и вверх, и вширь

В 2010 г. акции российских авиакомпаний демонстрировали уверенную динамику, существенно опережая рынок акций в целом. Поддержку бумагам компаний оказывало восстановление рынка авиаперевозок, уже по итогам 10 месяцев превысившего показатели докризисного 2008 г.

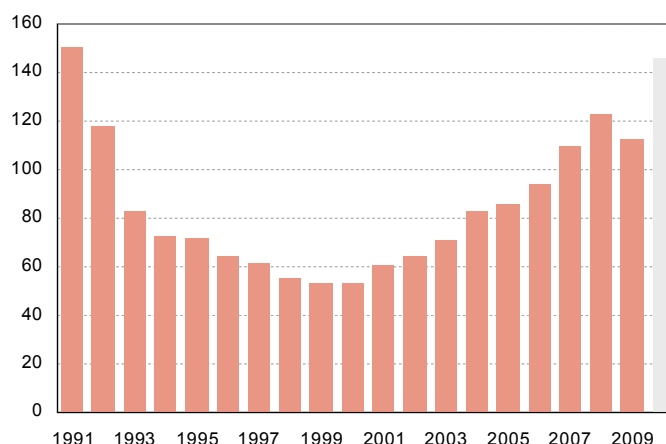
В 2011 г. в транспортном сегменте ожидается достаточно много событий, главные из которых связаны с увеличением рынка акций сектора. Так, по плану, в следующем году на рынке могут появиться такие компании, как Совкомфлот, ПГК, Трансаэро и др.

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Аэрофлот	AFLT	2.63	2 925	32.5	1.0	8.0	-		
Ютэйр	TMAT	0.51	294	32.3	0.6	12.5	-		
НМТП	NCSP	10.1	2 589	11.7	4.0	6.6	-		

Основные тенденции

В 2010 г. российская авиатранспортная отрасль активно восстанавливается после кризиса. За 10 месяцев 2010 г. пассажирооборот российских авиакомпаний вырос на 31 % по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, в том числе на 39 % на международных направлениях и на 24 % на внутренних линиях. Таким образом, уже по итогам 10 месяцев рынок обогнал докризисные уровни 2008 г. и по итогам всего года установит новый 19-летний максимум.

Пассажирооборот российских авиакомпаний, млрд пкм



Источники: ФАВТ, Аналитический департамент Банка Москвы

Крупнейшие компании отрасли в текущем году чувствовали себя уверенно, наращивая объем рынка. Впрочем, влияние роста оборота не так однозначно отражалось на результатах. Среди публичных компаний выделялись финансовые показатели Аэрофлота, отражающие рост эффективности перевозок. Динамика финансовых результатов ЮТэйр, отчетность которой, впрочем, менее прозрачна, не позволяет делать однозначного вывода относительно их качественного улучшения, скорее наоборот – итоги полугодия могут свидетельствовать о снижении доходности перевозок компании.

Бурные темпы роста российского рынка частично нашли свое отражение в динамике котировок акций авиакомпаний. За год капитализация Аэрофлота и ЮТэйра увеличилась примерно на 50 %. Вместе с тем акции российских авиакомпаний в 2010 г. в целом двигались в рамках бумаг мировых перевозчиков и на конец года, исходя из основных мультипликаторов, еще сохраняют привлекательность.

Мультипликаторы российских и зарубежных авиакомпаний

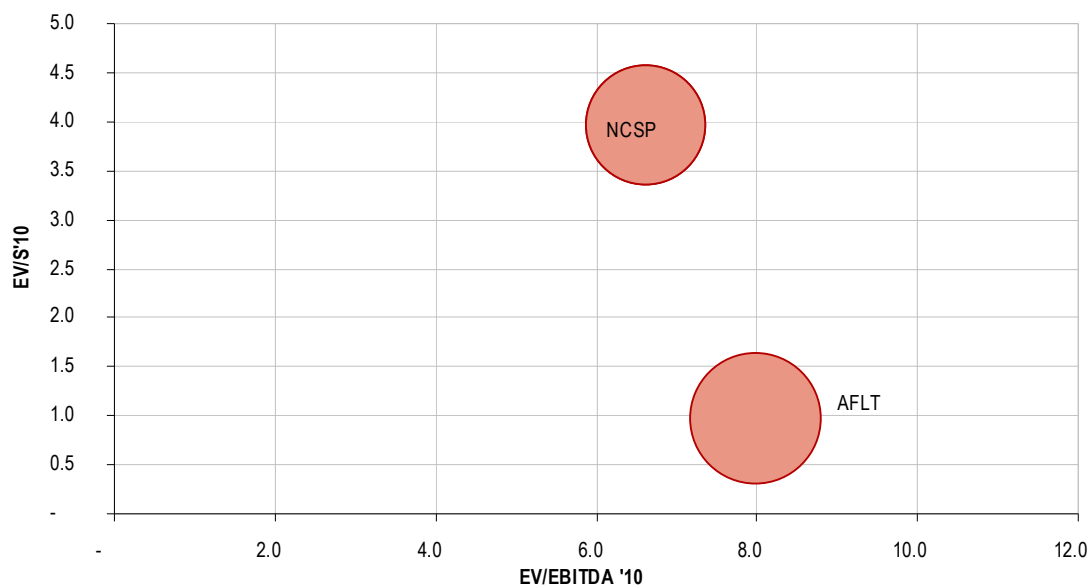
компании/рынки	EV/EBITDA			EV/S			P/E		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Аэрофлот	9.9	8.0	6.5	1.1	1.0	0.8	61.4	32.8	24.8
Ютэйр	29.2	12.7	10.6	0.7	0.6	0.5	127.6	33.3	27.7
Среднее по России	6.4	4.7	3.8	0.6	0.5	0.5	37.3	18.1	13.8
Развитые рынки	3.3	13.8	4.7	0.5	0.5	0.4	neg	neg	neg
Развивающиеся рынки	136.7	7.2	5.2	1.3	1.2	1.0	28.8	25.3	11.9

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Что стоит ожидать от сектора в 2011 г.

- Одним из наиболее интересных событий в отрасли в предстоящем году мы считаем интеграцию Аэрофлота и авиатранспортных активов Ростехнологий, входящих в проект «Росавиа» (Россия, Кавминводыавиа, Оренбургские авиалинии, Владивосток Авиа, Саратовские и Сахалинские авиалинии).
- Альтернативой приватизации государственного пакета Аэрофлота, давно ожидаемой рынком, может стать продажа на открытом рынке доли Александра Лебедева, структурам которого принадлежит около 19 %. Напомним, что в конце года на рынке прошло частное размещение 4 % Аэрофлота уже были проданы Лебедевым в конце 2010 г. Предложение столь существенного объема, который в силу низкой ликвидности Аэрофлота, по всей видимости, будет размещаться с дисконтом, может оказывать давление на бумаги компании. Вместе с тем, данный эффект скорее является краткосрочным – по окончании размещения рост ликвидности бумаг на рынке может существенно увеличить привлекательность акций Аэрофлота.
- Кроме того, в 2011 г. в транспортной отрасли планируется ряд первичных размещений акций (IPO), как правило, оказывающих благоприятное влияние на уже торгующиеся бумаги. В частности, в списке компаний, чьи акции могут появиться на рынке, присутствуют Совкомфлот (до 25 % от УК), Первая грузовая компания (10 %), Трансаэро (15-18 %) и др.
- Ожидается завершение сделки по поглощению Приморского порта Группой НМТП. Появление информации о покупке крупного актива и одновременной продаже своих долей контролирующими акционерами, напугала рынок.

Оценка компаний сектора



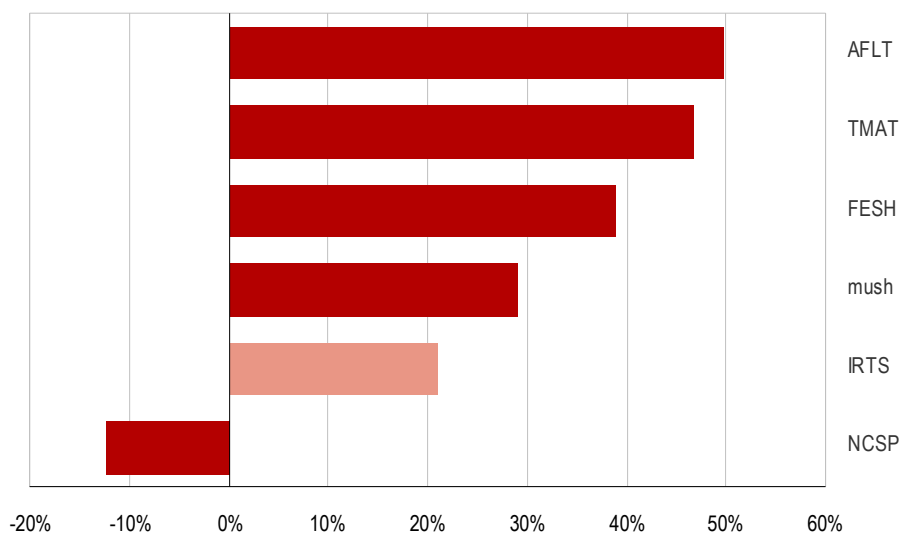
Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Финансовые показатели компаний сектора

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

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

Динамика акций сектора с начала года



Источник: РТС

Динамика акций сектора за год

Аэрофлот



ЮТэйр



НМТП



Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Финансовый сектор**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Потребсектор**

Купеев Виталий

Kupееv_VS@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA@mmbank.ru

Сарсон Анастасия

Sarson_AY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

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

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

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