

Лишние деньги

- Новый 2011 год начался для инвесторов на развивающихся рынках не слишком позитивно: ужесточение денежно-кредитной политики в Китае и ряде других развивающихся странах, а также волнения в Северной Африке способствовали снижению индекса MSCI Emerging Markets с начала года почти на 2 %. Однако на российском рынке акций этого снижения, похоже, не заметили: котировки Brent, превышающие \$ 100 за баррель, пока затмевают весь негатив.
- Ралли в российских бумагах в начале 2011 года продолжает прошлогодний рост, однако структурно отличается от него. Если в прошлом году резко дорожали акции металлургов, энергетиков, компаний потребительского сектора, то сейчас основной спрос сосредоточен в бумагах нефтегазовых компаний, в то время как остальные отрасли выглядят «хуже рынка». Мы не считаем, что эта тенденция будет устойчивой в 2011 г., и ожидаем снижения интереса к «нефтянке», в то время как временная слабость других секторов, напротив, предоставляет неплохую возможность для покупки.
- Наш target по индексу РТС на конец 2011 года остается неизменным и составляет 1950 пунктов, что недалеко от текущих значений. Фактически, мы считаем, что к инвестициям на российском рынке акций сейчас надо подходить очень точно, и ожидаем, что к концу года ряд бумаг будет торговаться ниже текущих уровней, в то время как лучшие инвестиции дают потенциал роста в 20-40 %.
- Наиболее привлекательными отраслями для инвестиций в настоящий момент мы считаем металлургию и энергетику: на эти два сектора рынка приходится 8 из 10 наших топовых рекомендаций. В металлургии мы отмечаем, что события на рынке стали и цветных металлов в январе делают наши текущие целевые цены, предоставляющие потенциал роста до конца года в 20-30 %, достаточно консервативными. В более оптимистичном варианте котировки акций могут вырасти и на 60-100 %. При этом, в электроэнергетике падение стоимости бумаг сектора в начале года открывает новые возможности для покупки.
- По сравнению с годовой стратегией мы вносим в список наших top-picks два изменения: бумаги ЛУКОЙЛа и Синергии мы предлагаем заместить акциями Русгидро, воспользовавшись снижением их котировок в начале года, и UC RUSAL, катализаторами роста которых мы видим высокие цены на алюминий, возможность компании значительно выиграть от продажи пакета акций Норникеля и вероятное включение в индексы MSCI. Наш текущий топ-лист выглядит следующим образом: Русгидро, Башнефть, Северсталь, ММК, ОГК-1, ОГК-5, Распадская, Мечел-п, Х5 и UC RUSAL.

Содержание

СТРАТЕГИЯ – февраль 2011	3
Лишние деньги	
Экономика	5
С ужесточением надо поспешить	
Рынок акций.....	13
В противовес emerging markets	
Долговые рынки.....	20
Инфляционная угроза	
Нефть и газ.....	25
\$ 100 за баррель не предел?	
Металлургия.....	29
Выше надолго?	
Электроэнергетика	32
Временное затишье	
Телекоммуникации.....	35
M&A довлеют над сектором и создают идеи для инвестиций	
Банковский сектор	38
В игре «приватизация» ставим на Сбербанк	
Потребительский сектор	41
Затишье после бума	
Автомобилестроение	44
Новые вызовы	
Минеральные удобрения.....	46
Поможет ли дорогое продовольствие?	
Транспорт	48
Год испытаний	
Контактная информация.....	59

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

СТРАТЕГИЯ – февраль 2011

Лишние деньги

В середине января Standard&Poor's опубликовал небольшое, но весьма любопытное исследование, посвященное объему свободной ликвидности на балансах крупнейших мировых компаний. Как утверждается в этом исследовании, на 50 компаний, аккумулировавших наибольший объем денежных средств, приходится \$ 1.08 трлн. (!) кэша и краткосрочных финансовых вложений. Среди российских компаний в топ-50 попал лишь Газпром, оказавшийся на 45 месте с результатом \$ 12.5 млрд. Очевидно, что в этом списке должен был быть и Сургутнефтегаз, накопления которого составляют около \$ 18 млрд. – с этим результатом он мог бы попасть на 23 место в списке, но не попал, по-видимому, из-за отсутствия отчетности по международным стандартам.

Публичные мировые компании, аккумулировавшие наибольший объем денежных средств, \$ млн.

Компания	Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения	Расположение штаб-квартиры
General Electric Co.	78 392	США
Toyota Motor Corp.	48 305	Япония
China Mobile Ltd.	46 786	Гонконг
Microsoft Corp.	43 253	США
Cisco Systems Inc.	38 925	США
Petroleo Brasileiro S.A. – Petrobras	34 659	Бразилия
Volkswagen AG	34 632	Германия
General Motors Co.	33 476	США
Google Inc.	33 380	США
Total S.A.	27 081	Франция
ТОП-50	1 079 289	

Источник: S&P

В принципе, в самих этих цифрах нет ничего удивительного – вполне логично, что в прошлом году, на фоне европейского долгового кризиса бизнес сохранял осторожность, опасаясь новых потрясений на финансовых рынках, и запасался наличностью. Аппетит к риску начал возвращаться лишь в 4-м квартале 2010 года и сейчас усиливается. Соответственно, встает резонный вопрос – как бизнес распорядится накопленными весьма внушительными ресурсами, и какие последствия это будет иметь для финансовых рынков? Среди трех основных альтернатив – возврат денег акционерам в форме дивидендов или выкупа акций, рост инвестиций, слияния и поглощения – скорее всего, доминировать будет последнее. Причина – дешевизна и доступность денег, а также все еще сохраняющаяся неопределенность в отношении перспектив мировой экономики на фоне серьезных проблем с госфинансами, высокой безработицей в развитых странах и нарастающей инфляцией в развивающихся. Глобальные риски слишком велики, чтобы бизнес начал сейчас смело наращивать сарех, поэтому всплеск M&A видится более вероятным (впрочем, пока из громких сделок можно отметить лишь объявление о готовящемся слиянии Nippon Steel и Sumitomo Metal Industries, в результате которого образуется компания №2 на мировом рынке стали).

А что в России? По нашим оценкам, на конец 3-го квартала 2010 года на 50 российских компаний, имевших наибольший объем денежных средств и депозитов на балансах, приходилось более \$ 75 млрд. По историческим меркам это высокое значение, но не экстраординарное. Однако нынешнюю благоприятную ситуацию с ликвидностью российских корпораций от предыдущих лет отличает достаточно низкая инвестиционная активность. Серьезный рост капитальных инвестиций на этот год планируют Газпром, РЖД, Транснефть, но в целом похоже, что бизнес сейчас больше волнует возможности слияний/поглощений, нежели органический рост.

Похоже, что бум M&A в России уже начинается. Только за последние несколько месяцев было заявлено о ряде крупных сделок по широкому кругу отраслей: Роснефть – ВР (в развитие этой сделки Роснефть может получить контроль над ТНК-ВР), Транснефть – НМТП, Вымпелком - Wind Telecom (о намерении глобального альянса заявляет и МТС), Ростелеком – НТК, ММББ – РТС,

Сбербанк – Тройка Диалог, ВТБ – ТКБ, Банк Москвы, Уралкалий – Сильвинит, Дикси – Виктория.
Отдельная тема – консолидация энергоактивов ИнтерРАО.

Публичные российские компании, аккумулировавшие наибольший объем денежных средств, \$ млн.

Компания	Денежные средства и депозиты	Отрасль
Сургутнефтегаз	17 971*	Нефть и газ
Газпром	12 333	Нефть и газ
Транснефть	8 052	Нефть и газ
Норильский Никель	3 922	Металлургия
МТС	3 816	Телекоммуникации
Лукойл	3 117	Нефть и газ
VimpelCom Ltd.	2 467	Телекоммуникации
Роснефть	2 357	Нефть и газ
Северсталь	2 196	Металлургия
ФСК	1 989	Электрэнергетика
ТОП-50	73 920	

* - расчетная величина

Источник: отчеты компаний, Аналитический департамент Банка Москвы

Весьма показательно, что наибольшую M&A активность развили госкомпании и госбанки, получившие в кризис поддержку со стороны государства, во многом и позволившую им аккумулировать избыточный объем свободных денежных ресурсов (особенно характерно для банков). На фоне громко прозвучавших заявлений Президента и Правительства о намерении сократить долю государства в экономике наблюдаемый тренд выглядит удивительно. Получается такая приватизация по-русски – даже если в дальнейшем какие-то неконтрольные пакеты госкомпаний и будут проданы, количество активов, находящихся под фактическим контролем государства, только возрастет (прежде всего, это касается нефтегазовой и финансовой сферы). Парадоксальным итогом объявленной приватизации 2011-2013 будет увеличение доли государства в ключевых секторах экономики.

Ещё одно важное наблюдение – в большинстве сделок с участием госкомпаний и госбанков частные акционеры отдают свои доли, фактически выходя из бизнеса. Если частные акционеры не хотят или не могут развивать свой бизнес, предпочитая или будучи вынужденными продаться госкомпаниям, то подобная тенденция лучше всех заявлений чиновников иллюстрирует реальную ситуацию с инвестиционным климатом в российской экономике.

Оценка рынком объявленных сделок в большинстве случаев очень осторожная, особенно, что касается госкомпаний и госбанков. Однозначно позитивную оценку получили лишь частные сделки: Уралкалий-Сильвинит и Дикси-Виктория, да осуществленная при поддержке государства сделка Роснефть-BP (здесь, скорее, имиджевый эффект от альянса с одним из majors). M&A активность госбанков воспринимается без энтузиазма (может быть из-за наличие негативных примеров слияния крупных банков – например, МДМ-Урса). Не видят инвесторы повышения стоимости для акционеров и в сделках с участием телекоммуникационных компаний.

Мы считаем, что M&A бум на российском рынке несет как возможности, так и риски для инвесторов. Мы рекомендуем крайне осторожно относиться к сделкам по слияниям и поглощениям, осуществляемым госкомпаниями, т.к. в ряде случаев эти сделки могут быть продиктованы неэкономическими соображениями. M&A активность частного бизнеса представляет больше возможностей для инвесторов, но тут на первый план выходит вопрос цены - при нынешней ситуации с ликвидностью риски неадекватных оценок возрастают.

Экономика

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

С ужесточением надо поспешить

Мировая экономика переживает новую волну ускорения, и это обстоятельство, безусловно, создает поддержку экономическому росту в РФ. Однако тормозящим фактором для нас грозит стать инфляция, которая снижает реальные доходы населения и оказывает депрессирующее влияние на внутренний спрос. Мы считаем, что монетарные риски инфляции растут, и в этих условиях денежные власти должны действовать более решительно. Мы ждем повышения ключевых ставок ЦБ на 50 б.п. уже в 1-м квартале.

Статью про российскую экономику хочется начать с анализа экономической ситуации в мире, т.к. внешние факторы продолжают определять экономическую конъюнктуру в России.

Мировая экономика явно переживает новую волну оживления, но в отличие от первой волны роста (с середины 2009 года по весну 2010 года) нынешнее оживление сопровождается резко изменившейся инфляционной картиной. Особенно наглядно риски инфляции проявляются в развивающихся странах, и Россия в этом плане оказалась одной из самых неблагоприятных стран. В большинстве развитых стран инфляционные ожидания пока что находятся в пределах нормы (см. граф.), но, судя по разворачивающейся дискуссии, отношение к инфляционной угрозе явно меняется, прежде всего, в Европе.

Инфляционные риски будут сдерживать рост в Китае в этом году, заставляя Центробанк повышать процентные ставки. Высокая инфляция уже негативно сказывается на экономической конъюнктуре в России, подавляя внутренний спрос.



Источники: Reuters, Аналитический департамент Банка Москвы

О лишних деньгах и инфляции

Традиционный всплеск бюджетных расходов в конце года был близок к рекордному. В декабре из федерального бюджета было осуществлено 17.5 % всех годовых выплат. Этот показатель был выше только в 2008 году (см. табл.). Но тогда ситуация в денежной сфере была иной – капитал из страны убегал, банки испытывали дефицит ликвидности, и Правительство вместе с Центробанком лишь замещали отток капитала.

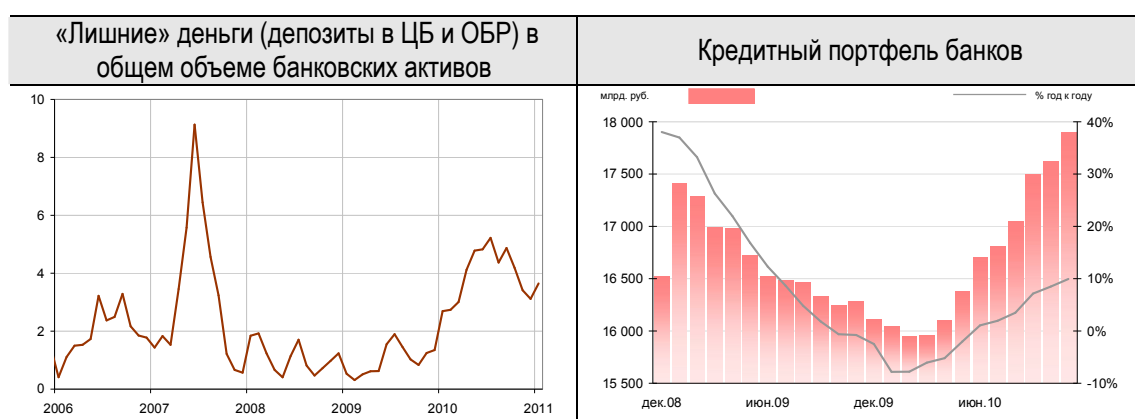
Доля декабрьских расходов федерального бюджета в годовых расходах, %

2006	2007	2008	2009	2010
14.4	15.3	18.6	15.1	17.5

Источники: Минфин, Аналитический департамент Банка Москвы

Сейчас, а точнее на протяжении всего последнего года, ситуация в денежной сфере характеризуется хроническим избытком ликвидности – банковская «заначка» (деньги на депозитах в ЦБ и в ОБР) в 2-3 раза превышает исторический уровень (см. граф.). Причем достаточно серьезный отток капитала, случившийся в 4-м квартале прошлого года (\$ 22.7 млрд.), не смог принципиально переломить ситуацию с избытком денежных средств в системе, хотя и привел к некоторому сокращению ликвидности. Но бюджетные вливания в конце года вновь вернули уровень ликвидности на рекордные уровни – по состоянию на 4 февраля в ОБР и на депозитах в ЦБ находилось 1.6 трлн. рублей или \$ 55 млрд. Увеличению количества денег в системе способствует сейчас и изменившееся состояние платежного баланса. Во-первых, как мы и предполагали, масштабный отток капитала в 4-м квартале оказался разовым явлением. Уже в январе, судя по динамике ЗВР, происходил небольшой приток капитала. Во-вторых, резко улучшилась конъюнктура на сырьевых рынках – по нашим оценкам, при среднегодовой цене Urals на текущих уровнях \$ 95-100 за баррель сальдо счета текущих операций не снизится по сравнению с прошлогодним значением в \$ 73 млрд. (при \$ 82.5 за баррель мы прогнозировали снижение этого показателя до \$ 55 млрд.).

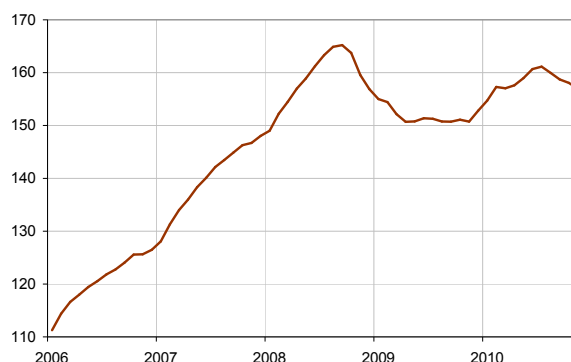
В этих условиях повышение нормы резервирования на 0.5-1 п.п., осуществленное Центробанком с 1 февраля, можно назвать символической мерой (из системы было изъято порядка 70 млрд. рублей), практически не оказывающей никакого влияния на монетарные риски инфляции. Последние, по нашему мнению, начали увеличиваться ещё во втором полугодии прошлого года. Именно с середины прошлого года активизировалось банковское кредитование, а в 4-м квартале был отмечен настоящий бум инвестиций (по оценке МЭР капитальные инвестиции выросли на 7.7 % к 3-му кварталу с устранением сезонности). Таким образом, деньги пошли в экономику, разгоняя цены. При этом объем невостробованных денег все еще остается крайне высоким. Когда на них будет предъявлен спрос, бороться с монетарной инфляцией будет уже поздно – потребительские цены быстро растут, но вернуть их назад практически невозможно. Мы считаем, что ЦБ должен действовать именно сейчас, играя немного на опережение.



Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

Инфляция уже оказывает крайне негативное влияние на экономику, снижая реальные доходы населения. Одним из основных достижений Правительства в период кризиса было относительно умеренное снижение реальных доходов. Достигнуто это было за счет бюджетной поддержки, но, как мы сейчас имеем возможность видеть, обмануть экономические законы не удалось – нынешняя инфляция (во многом следствие бюджетной политики) съедает посткризисный рост доходов населения, грозя вернуть потребление в реальном выражении к кризисным значениям.

Индекс физического оборота розничной торговли



Источники: Росстат, Аналитический департамент Банка Москвы

Согласно нашему базовому прогнозу инфляция в этом году должна составить 10.5 %, а в следующем году начать замедляться. Однако всплеск бюджетных расходов в конце года и вызванный этим рост денежных агрегатов превысил наши ожидания. Лучше наших ожиданий является пока и конъюнктура сырьевых рынков. Это означает, что ситуация с инфляцией в этом и в 2012 году может оказаться драматичней наших ожиданий. Исходя из нашей модели «монетизация - инфляция» (см. годовую Стратегию), мы допускаем, что инфляция в этом году может подняться до 11-11.5 %, а в следующем году продолжит увеличиваться. Кстати, за последние 6 месяцев годовые темпы инфляции составляют 14 % и, судя по январским цифрам, признаки замедления пока отсутствуют.

Исходя из наших оценок монетарных рисков мы ждем более решительных действий со стороны ЦБ, полагая, что уже в 1-м квартале ключевые ставки могут быть повышены на 50 б.п. Нормативы резервирования, на наш взгляд, также продолжат увеличиваться.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2006	2007	2008	2009	2010	Янв.11	2011 П	2012 П	2013 П
РЫНОК НЕФТИ (Urals, \$/баррель)									
среднегодовой	60.9	69.4	93.8	60.8	78.2	94.2	82.5	85.0	87.5
на конец года	55.1	91.6	34.8	77.2	91.7	95.1	85.0	85.0	87.5
среднегодовой (рублей за баррель)	1 654	1 774	2 334	1 933	2 376	2 825	2 390	2 365	2 351
МЕТАЛЛЫ, УГОЛЬ									
Золото, \$/унция									
среднегодовой	605	698	872	974	1 226	1 365	1 500	1 400	1 400
на конец года	637	839	882	1 097	1 421	1 333	1 450	1 400	1 400
Никель, \$/тонна									
среднегодовой	24 160	35 838	21 253	14 757	21 887	25 580	23 500	24 000	24 500
на конец года	34 025	27 200	11 700	18 525	24 750	27 350	23 750	24 250	24 750
Медь, \$/тонна									
среднегодовой	6 736	7 009	6 879	5 193	7 560	9 523	8 250	8 500	8 750
на конец года	6 308	6 755	3 070	7 375	9 600	9 745	8 300	8 600	8 900
Алюминий, \$/тонна									
среднегодовой	2 595	2 661	2 620	1 705	2 200	2 462	2 500	2 500	2 600
на конец года	2 803	2 410	1 540	2 230	2 480	2 520	2 550	2 550	2 650
Цинк, \$/тонна									
среднегодовой	3 250	3 234	1 902	1 688	2 185	2 399	2 300	2 400	2 450
на конец года	4 230	2 430	1 208	2 560	2 454	2 427	2 350	2 450	2 475
Угольный концентрат, \$/тонна									
среднегодовой	56	73	171	60	135	159	160	168	175
на конец года	64	90	68	88	155	162	165	170	178
Сталь (LME), \$/тонна									
среднегодовой				361	488	581	520	580	615
на конец года			380	410	547	564	550	600	625
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК									
Евро/доллар									
среднегодовой	1.26	1.37	1.47	1.39	1.33	1.34	1.35	1.38	1.40
на конец года	1.32	1.46	1.40	1.43	1.34	1.37	1.35	1.38	1.40
Доллар/рубль									
среднегодовой	27.14	25.55	24.87	31.77	30.38	29.99	28.97	27.83	26.87
на конец года	26.33	24.55	29.38	30.24	30.48	29.67	28.51	27.38	26.69
Евро/рубль									
среднегодовой	34.11	35.03	36.45	44.20	40.22	40.22	39.11	38.26	37.62
на конец года	34.70	35.93	41.44	43.39	40.33	40.65	38.49	37.65	37.37
Бивалютная корзина (\$–0,55; €–0,45)									
среднегодовой	30.28	29.82	30.08	37.36	34.80	34.60	33.53	32.52	31.71
на конец года	30.10	29.67	34.81	36.16	34.91	34.61	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	0.34	0.30	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	8.25	8.00	7.50
ставка по однодневным депозитам	2.25	2.75	6.75	3.50	2.75	2.75	3.25	2.75	2.25
мин. ставка прямого РЕПО			9.00	6.00	5.00	5.00	5.50	5.25	4.75
UST 10									
среднегодовой	4.79	4.63	3.65	3.25	3.20	3.37	3.50	4.00	4.00
на конец года	4.70	4.03	2.22	3.84	3.30	3.38	3.50	4.00	4.00
Еврооблигации (Россия-30)									
среднегодовой	5.93	5.80	6.78	7.42	4.92	4.79	4.75	4.85	5.00
на конец года	5.66	5.53	9.98	5.40	4.80	4.96	4.75	5.00	5.00
спрэд к UST-10, б. п.	95	150	775	156	151	159	125	100	100
Портфель ОФЗ									
среднегодовой	6.80	6.59	7.47	10.11	7.48	7.51	8.00	7.75	7.25
на конец года	6.57	6.53	9.11	8.64	7.43	7.52	8.00	7.75	7.25
РЫНОК АКЦИЙ									
Индекс РТС на конец года	1 922	2 291	632	1 445	1 773	1 875	1 950	-	-
% год к году	70.7	19.2	-72.4	128.6	22.7	5.8	10.0	-	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2006	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П
ВВП								
реальный, % год к году	8.2	8.5	5.2	-7.8	4.0	4.1	4.5	6.0
индекс-дефлятор, % год к году	15.2	13.8	17.9	2.0	10.3	11.5	11.0	10.8
номинальный, млрд руб.	26 917	33 248	41 265	38 797	44 491	51 432	59 404	69 384
% год к году	24.6	23.5	24.1	-6.0	14.7	15.6	15.5	16.8
номинальный, \$ млрд	992	1 301	1 659	1 221	1 465	1 776	2 135	2 582
% год к году	30.0	31.2	27.5	-26.4	19.9	21.2	20.2	20.9
на душу населения, \$ тыс.	7.0	9.2	11.7	8.6	10.3	12.5	15.1	18.2
Промышленность, % год к году						4.4	3.7	3.8
промышленное производство	6.3	6.8	0.6	-9.3	8.2	4.4	3.7	3.8
обрабатывающая промышленность	8.4	10.5	0.5	-15.2	11.8	6.0	4.8	5.0
добыча полезных ископаемых	2.8	3.3	0.4	-0.6	3.6	2.1	2.0	2.1
производство электроэнергии, воды и газа	3.4	-0.6	0.6	-3.9	4.1	2.5	2.2	2.0
Добыча нефти								
% год к году	2.2	2.3	-0.7	1.3	2.2	0.1	0.1	-0.4
млн т	480	491	488	494	505	506	507	505
млн баррелей в сутки	9.65	9.87	9.78	9.93	10.15	10.16	10.14	10.13
Добыча газа								
% год к году	2.4	-0.5	1.8	-12.4	11.7	1.4	0.2	1.3
млрд куб. м	656	653	665	582	650	659	661	669
млн б. н. э. в сутки	10.58	10.53	10.69	9.39	10.49	10.63	10.62	10.79
Розничная торговля								
индекс физического оборота, % год к году	14.1	16.1	13.5	-4.9	4.4	5.0	8.0	10.0
млрд руб.	8 712	10 869	13 920	14 603	16 436	18 671	21 985	26 107
% год к году	23.7	24.8	28.1	4.9	12.6	13.6	17.8	18.8
% к ВВП	32.4	32.7	33.7	37.6	36.9	36.3	37.0	37.6
Инвестиции в основной капитал								
индекс физического объема, % год к году	16.7	22.7	9.9	-16.2	6.0	6.0	8.5	12.0
млрд руб.	4 730	6 716	8 782	7 930	9 105	10 744	13 000	16 153
% год к году	31.0	42.0	30.8	-9.7	14.8	18.0	21.0	24.3
% к ВВП	17.6	20.2	21.3	20.4	20.5	20.9	21.9	23.3
Строительство								
объем строительных работ								
% год к году в реальном выражении	18.1	18.2	12.8	-13.2	-0.6	5.5	7.5	12.0
млрд руб.	2 351	3 293	4 528	3 998	4 206	4 942	5 931	7 369
% год к году в ном. выражении	34.0	40.1	37.5	-11.7	5.2	17.5	20.0	24.3
% к ВВП	8.7	9.9	11.0	10.3	9.5	9.6	10.0	10.6
жилищное строительство								
введено жилья, тыс. штук квартир	609	721	768	701	714	720	742	792
введено жилья, млн кв. м	50.6	61.0	64.1	59.9	58.1	58.7	61.6	66.5
% год к году	16.1	20.6	4.6	-6.5	-3.0	1.0	5.0	8.0
средний размер квартиры, кв. м	83.0	84.6	83.5	85.4	81.4	81.5	83.0	84.0
ввод жилья в расчете на человека, кв. м	0.36	0.43	0.45	0.42	0.41	0.41	0.44	0.47
Сельское хозяйство								
% год к году	3.6	3.4	10.8	1.4	-11.9	5.5	3.0	3.0
Грузооборот транспорта								
млрд т-км	4 800	4 915	4 948	4 446	4 751.8	4 942	5 090	5 248
% год к году	2.7	2.4	0.7	-10.1	6.9	4.0	3.0	3.1

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2006	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные доходы на душу населения								
рублей в месяц	10 196	12 603	14 939	16 857	18 722	20 969	24 324	28 216
% год к году	25.7	23.6	18.5	12.8	11.1	12.0	16.0	16.0
Реальные располагаемые денежные доходы населения								
% год к году	13.5	12.1	1.9	2.3	4.3	4.0	6.3	7.3
Денежные расходы на душу населения								
рублей в месяц		12 106	14 878	16 792	18 380	20 678	24 089	28 064
% год к году			22.9	12.9	9.5	12.5	16.5	16.5
Превышение доходов над расходами, %		3.9	0.4	0.4	1.8	1.4	1.0	0.5
Номинальная заработная плата								
среднегодовая, руб. в месяц	10 634	13 593	17 290	18 638	21 090	23 726	27 285	31 651
% год к году	24.3	27.8	27.2	7.8	13.2	12.5	15.0	16.0
среднегодовая, \$ в месяц	392	532	695	587	694	819	980	1 178
% год к году	29.7	35.8	30.7	-15.6	18.3	18.0	19.7	20.1
Реальная заработная плата								
% год к году	13.3	17.2	11.5	-3.5	4.2	3.8	5.3	7.3
Рынок труда								
постоянное население, млн ч.	142.2	142.0	141.9	141.9	141.8	141.7	141.6	141.5
изменение за год, тыс. ч.	-533	-212	-105	23	-82	-100	-100	-100
экономически активное население, млн ч.	74.2	75.1	75.9	75.4	75.0	74.6	74.3	74.0
безработные на конец года, млн ч.	5.13	4.60	5.80	6.17	5.39	5.20	5.00	4.80
безработица на конец года, %	6.9	6.1	7.6	8.2	7.2	7.0	6.7	6.5
официально зарегистрированные безработные на конец года, млн ч.	1.74	1.55	1.52	2.15	1.59	1.45	1.40	1.40
безработица (по числу официально зарегистрированных) на конец года, %	2.3	2.1	2.0	2.8	2.1	1.9	1.9	1.9

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2006	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П
Денежная масса								
М2, млрд руб.	8 996	13 272	13 493	15 698	20 173	23 885	28 089	33 145
% год к году	48.8	47.5	1.7	16.3	28.5	18.4	17.6	18.0
% к ВВП	33.4	39.9	32.7	40.5	45.3	46.4	47.3	47.8
М0, млрд руб.	2 785	3 702	3 795	4 038	5 063	5 812	6 579	7 408
% год к году	38.6	32.9	2.5	6.4	25.4	14.8	13.2	12.6
доля в М2, %	31.0	27.9	28.1	25.7	25.1	24.3	23.4	22.4
% к ВВП	10.3	11.1	9.2	10.4	11.4	11.3	11.1	10.7
Инфляция								
индекс потребительских цен, % дек. к дек.	9.0	11.9	13.3	8.8	8.8	10.5	9.0	8.5
% среднегодовой	9.8	9.1	14.1	11.8	6.9	8.6	9.8	8.8
индекс цен производителей, % дек. к дек.	10.4	25.1	-7.0	13.9	16.7	11.0	9.0	8.0
% среднегодовой	12.4	14.2	21.4	-7.2	12.2	5.5	10.0	8.5
Золотовалютные резервы								
прирост с начала года, \$ млрд	122	175	-52	13	40	85	97	115
на конец года, \$ млрд	304	479	426	439	479	564	661	776
% к ВВП	30.6	36.8	25.7	36.0	32.7	31.8	31.0	30.1
Монетарный курс рубля к доллару								
М2 к ЗВР	29.6	27.7	31.7	35.7	42.1	42.3	42.5	42.7
по отношению к фактическому курсу	3.3	3.2	2.3	5.5	11.6	13.8	15.1	16.0

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР, млрд руб.	2006	2007	2008	2009	1.12.2010	2011 П	2012 П	2013 П
Активы	13 963	20 125	28 022	29 430	32 672	38 235	45 118	54 141
% год к году	44.0	44.1	39.2	5.0	13.9	16.0	18.0	20.0
% к ВВП	51.9	60.5	67.6	75.3	73.4	74.3	76.0	78.0
Собственный капитал	1 693	2 671	3 811	4 621	4 662	5 229	6 014	6 976
% год к году	36.3	57.8	42.7	21.2	0.4	12.5	15.0	16.0
% к ВВП	6.3	8.0	9.2	11.8	10.5	10.2	10.1	10.1
% к активам	12.1	13.3	13.6	15.7	14.3	13.7	13.3	12.9
Депозиты населения	3 810	5 159	5 907	7 485	9 250	12 163	14 778	17 734
% год к году	38.0	35.4	14.5	26.7	32.2	25.0	21.5	20.0
% к ВВП	14.2	15.5	14.3	19.1	20.8	23.6	24.9	25.6
% к пассивам	27.3	25.6	21.1	25.4	28.3	31.8	32.8	32.8
Кредиты населению	1 883	2 971	4 017	3 574	3 998	4 825	5 886	7 299
% год к году	78.3	57.8	35.2	-11.0	11.5	20.0	22.0	24.0
% к активам	13.5	14.8	14.3	12.1	12.2	12.6	13.0	13.5
% к депозитам населения	49.4	57.6	68.0	47.7	43.2	39.7	39.8	41.2
Просроченная задолженность	51	97	149	243	291	357	400	467
% к портфелю	2.7	3.2	3.7	6.8	7.3	7.4	6.8	6.4
Депозиты юридических лиц	2 147	3 520	4 945	5 467	5 620	7 419	8 606	10 155
% год к году	68.9	64.0	40.5	10.5	7.5	15.5	16.0	18.0
% к пассивам	15.4	17.5	17.6	18.6	17.2	19.4	19.1	18.8
Кредиты предприятиям	6 148	9 316	12 510	12 542	13 904	16 076	19 130	22 765
% год к году	39.8	51.5	34.3	0.3	9.5	16.0	19.0	19.0
% к активам	44.0	46.3	44.6	42.6	42.6	42.0	42.4	42.0
Просроченная задолженность	70	86	266	763	780	875	1 005	1 150
% к портфелю	1.1	0.9	2.1	6.1	5.6	5.4	5.3	5.1
Просроченная задолженность по кредитам	121	183	415	1 006	1 071	1 232	1 405	1 617
% к кредитному портфелю	1.5	1.5	2.5	6.2	6.0	5.9	5.6	5.4
Резервы на возможные потери по кредитам	403	532	899	1 821	1 985	2 218	2 459	2 749
% к кредитному портфелю	5.0	4.3	5.4	11.3	11.1	10.6	9.8	9.1
% к просроченной задолженности	333	291	217	181	185	180	175	170
Прибыль	372	508	409	205	495	714	830	926
% год к году	42	37	-19	-50	414	29	16	11
ROAA	3.1	3.0	1.7	0.7	1.8	2.0	2.0	1.9
ROAE	25.3	23.3	12.6	4.9	11.8	14.5	14.8	14.3

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2006	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П
Доходы, млрд руб.	6 279	7 765	9 258	7 337	8 299	9 080	9 590	10 350
% год к году	22.5	23.7	19.2	-20.8	13.1	9.4	5.6	7.9
% к ВВП	23.3	23.4	22.4	18.9	18.7	17.7	16.1	14.9
нефтегазовые доходы	2 944	2 897	4 389	2 984	3 831	4 180	4 250	4 400
% год к году		-1.6	51.5	-32.0	28.4	9.1	1.7	3.5
% к ВВП	10.9	8.7	10.6	7.7	8.6	8.1	7.2	6.3
% к доходам	46.9	37.3	47.4	40.7	46.2	46.0	44.3	42.5
не нефтегазовые доходы	3 335	4 884	4 869	4 353	4 468	4 900	5 340	5 950
% год к году		46.4	-0.3	-10.6	2.7	9.7	9.0	11.4
% к ВВП	12.4	14.7	11.8	11.2	10.0	9.5	9.0	8.6
% к доходам	53.1	62.9	52.6	59.3	53.8	54.0	55.7	57.5
Расходы, млрд руб.	4 285	5 982	7 561	9 637	10 094	10 400	11 000	11 950
% год к году	22.0	39.6	26.4	27.5	4.7	3.0	5.8	8.6
% к ВВП	15.9	18.0	18.3	24.8	22.7	20.2	18.5	17.2
Профицит, млрд руб.	1 994	1 782	1 697	-2 300	-1 795	-1 320	-1 410	-1 600
% к ВВП	7.4	5.4	4.1	-5.9	-4.0	-2.6	-2.4	-2.3
Резервный фонд *								
млрд руб.			4 028	1 831	775	0	0	0
\$ млрд			137	61	25	0	0	0
% к ВВП			9.8	4.7	1.7	0	0	0
Фонд национального благосостояния								
млрд руб.			2 584	2 769	2 696	2 597	2 569	2 580
\$ млрд			88	92	88	91	94	97
% к ВВП			6.3	7.1	6.1	5.0	4.3	3.7

- до 2008 г. – Стабилизационный фонд

ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС, \$ млрд	2006	2007	2008	2009	2010	2011 П	2012 П	2013 П
Счет текущих операций	94	78	104	49	73	55	40	30
% год к году	12	-18	33	-52	47	-24	-27	-25
% к ВВП	9.5	6.0	6.2	4.0	5.0	3.1	1.9	1.2
Экспорт товаров	304	354	472	303	398	420	455	505
% год к году	25	17	33	-36	31	6	8	11
% к ВВП	30.6	27.2	28.4	24.8	27.2	23.7	21.3	19.6
экспорт углеводородов	191	219	310	191	252	255	260	270
% год к году	28	15	42	-39	32	1	2	4
% к ВВП	19.2	16.8	18.7	15.6	17.2	14.4	12.2	10.5
% к общему объему экспорта	63	62	66	63	63	61	57	53
экспорт за исключением нефти и газа	113	136	161	113	146	165	195	235
% год к году	19	20	19	-30	30	13	18	21
% к ВВП	11.4	10.4	9.7	9.2	10.0	9.3	9.1	9.1
% к общему объему экспорта	37	38	34	37	37	39	43	47
Импорт товаров	164	223	292	192	249	300	360	425
% год к году	31	36	31	-34	30	21	20	18
% к ВВП	16.6	17.2	17.6	15.7	17.0	16.9	16.9	16.5
Торговое сальдо	139	131	180	112	149	120	95	80
% год к году	18	-6	37	-38	34	-20	-21	-16
% к ВВП	14.0	10.1	10.8	9.1	10.2	6.8	4.5	3.1
Прямые иностранные инвестиции	30	55	75	37	26*	48	62	83
% к ВВП	3.0	4.2	4.5	3.0	1.8	2.7	2.9	3.2
Банки	3	7	10	6	3	8	12	18
% к ВВП	0.3	0.6	0.6	0.5	0.2	0.5	0.6	0.7
Прочие сектора	27	48	65	30	23	40	50	65
% к ВВП	2.7	3.7	3.9	2.5	1.6	2.3	2.3	2.5
Чистый отток капитала	41	82	-133	-57	-38	30	52	80
% к ВВП	4.2	6.3	-8.0	-4.7	-2.6	1.7	2.4	3.1
Банки	28	46	-57	-30	11	40	52	65
% к ВВП	2.8	3.5	-3.4	-2.5	0.8	2.3	2.4	2.5
Прочие сектора	14	37	-76	-27	-50	-10	0	15
% к ВВП	1.4	2.8	-4.6	-2.2	-3.4	-0.6	0.0	0.6

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

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

Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Рынок акций

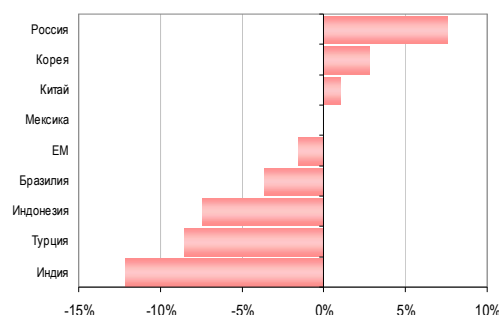
В противовес emerging markets

Рост цен на нефть способствовал тому, что российский фондовый рынок стал одним из немногих развивающихся рынков, продемонстрировавших рост в январе. Причем, тенденции, характерные для 2010 года, в новом году пока проявляются на рынке с точностью до наоборот – лучше других выглядят бумаги нефтегазового сектора, а акции компаний потребительского сектора, отрасли электроэнергетики и ряда металлургических компаний завершили первый месяц весьма скромным ростом или даже снижением котировок. Мы пока не видим смысла делать далеко идущие выводы из событий первых недель года и по-прежнему рекомендуем к покупке бумаги сектора электроэнергетики, металлургии и потребительского сектора, в то время как наше отношение к акциям нефтегазовых компаний после их резкого роста по итогам января стало куда более прохладным.

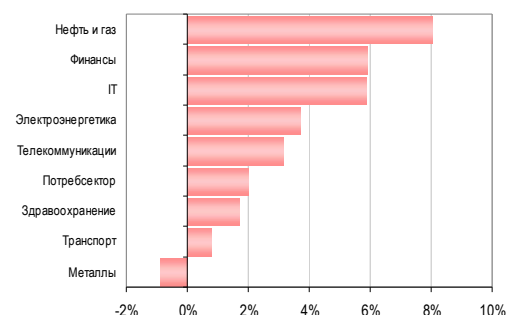
Мировые рынки

Ключевой тенденцией начала 2011 года на мировых рынках, пожалуй, стало продолжение «ралли» на сырьевых рынках, частично вызванное разовыми событиями (наводнения в Австралии, народные волнения в Тунисе и Египте), а частично тем же фактором, который оказывал поддержку товарным рынкам последние 1.5-2 года – более чем мягкой денежно-кредитной политикой основных развитых стран мира при растущих инфляционных ожиданиях.

Динамика с начала года: страновые индексы MSCI



Динамика с начала года: отраслевые индексы MSCI



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

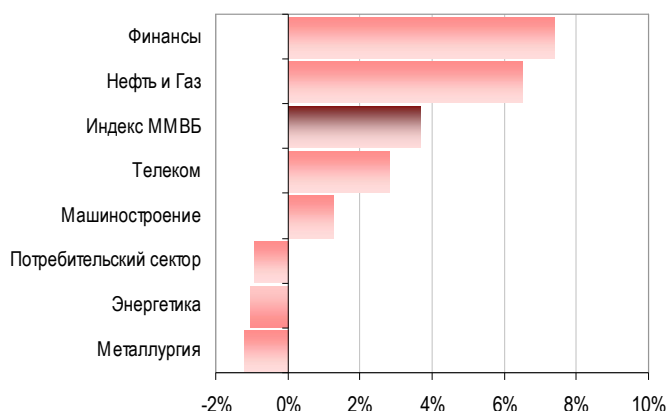
Не удивительно, что акции компаний нефтегазового сектора стали лидерами роста января на мировых рынках – соответствующий отраслевой индекс MSCI по итогам месяца прибавил почти 10%. Металлургический индекс, напротив, оказался аутсайдером месяца, в связи с тем, что крупнейшие компании сектора в мировом масштабе понесли потери от наводнений в Австралии. Сильная динамика ключевой на российском рынке акций отрасли позволила российскому рынку в начале года продемонстрировать неплохой рост, в то время как большинству других развивающихся площадок благоприятная конъюнктура не помогла избежать снижения: народные волнения, закончившихся сменой власти в Тунисе и Египте, напомнили инвесторам о политических рисках развивающихся стран.

Российский рынок акций

Динамика российского рынка акций начале 2011 года в отраслевом разрезе выглядит прямой противоположностью прошлогодним тенденциям: в 2010 году рынок рос достаточно быстрыми темпами, несмотря на явную слабость бумаг нефтегазового сектора, а основными движущими силами роста стали акции металлургических компаний, компаний потребительского сектора и сектора электроэнергетики, в то время как в 2011-м, «нефтянка» пока является явным лидером роста на рынке, в то время как большинство бумаг электроэнергетического и потребительского секторов находятся в минусе с начала года, а металлургов от этой участи, похоже, спасли лишь наводнения в Австралии, поднявшие цены на металлы и металлургическое сырье. Подъем

индекса финансового сектора по итогам месяца не должен вводить в заблуждение – он стал возможен благодаря резкому росту акций Банка Москвы, хотя наиболее ликвидные бумаги сектора – Сбербанк и ВТБ – выглядели хуже рынка

Динамика отраслевых индексов ММВБ с начала года



Источники: ММВБ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Гнаться за лидерами или подбирать отстающих?

Станут ли тенденции января показательными для 2011 года в целом и стоит ли, исходя из этого делать ставку на отрасли и компании, наиболее сильно проявившие себя именно в первый месяц года? Наш ответ на этот вопрос, скорее, отрицательный. Несмотря на то, что ряд обозначенных нами в годовой стратегии в качестве top picks бумаг уже в январе попали в число лидеров роста и сохраняют потенциал дальнейшего увеличения котировок (ЛУКОЙЛ, Северсталь, ММК, Распадская, Мечел-п), мы все же склонны считать, что январские события на рынке во многом диктовались единовременными шоками (волнения в Северной Африке, наводнения в Австралии), которые вряд ли получат свое продолжение в течение года. Мы рассматриваем снижение котировок ряда компаний электроэнергетического и потребительского секторов и производителей драгметаллов, скорее, как возможность для покупки, чем как «тревожный звоночек» для этих бумаг, в то время как к нефтегазовому сектору после январского «ралли» мы, напротив, во многом охладели.

Чего ждать в феврале?

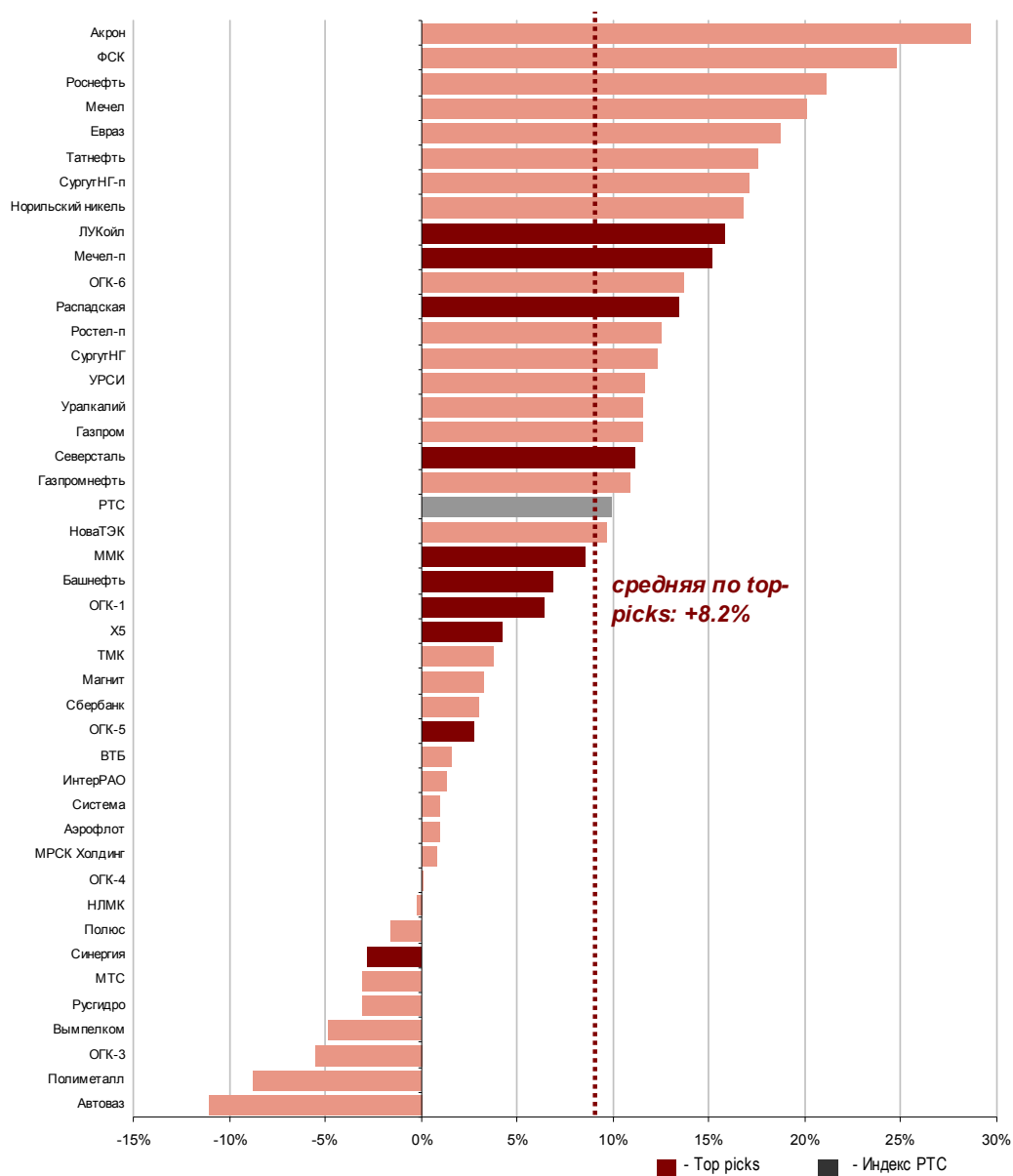
В январе сразу три компании, чей бизнес имеет непосредственное отношение к России запустили процесс IPO. Первый эмитент – Кокс уже объявил о том, что разместится, не удалось. Итоги двух остальных размещений будут известны лишь в конце первой декады февраля. Размещения Группы Кокс, ЧТПЗ и Nord Gold на общую заявленную сумму около \$ 2 млрд. сложно назвать большими для российского рынка акций, однако их итоги, тем не менее, могут неплохо характеризовать интерес инвесторов к российским бумагам в начале года и предопределять пойдут ли на IPO в этом году некоторые более крупные эмитенты, заявлявшие о планах биржевых размещений.

В феврале состоится также очередной квартальный пересмотр состава индекса MSCI Russia, который вполне может оказать заметное влияние на затронутые пересмотром акции. Новых идей относительно возможных включений в индекс не так уж и много – вероятно в MSCI Russia будут, наконец, добавлены бумаги Холдинга МРСК, которым прочат участие в индексе уже несколько пересмотров подряд. Другим кандидатом являются бумаги РУСАЛа, разместившего РДР на ММВБ в конце 2010 года. Явными кандидатами на исключение из индексов являются бумаги Комстара и Вимм-Билль-Дана.

Top Picks

Из 10 представленных нами в годовой стратегии ключевых рекомендаций 9 бумагам удалось прибавить в цене, а 4-м удалось обогнать индекс РТС, который и сам продемонстрировал за последний месяц впечатляющий рост на фоне удорожания основных индексных «голубых фишек» - бумаг Роснефти, ЛУКОЙЛа, Газпрома и Норильского никеля (на возможность резкого роста последних на фоне скупки акций с рынка и ситуации на рынке меди мы также указывали в годовой стратегии), а средняя доходность наших top picks уступила доходности индекса чуть более 1%.

Динамика российских акций за последний месяц*, \$



* - с момента выпуска нашей последней стратегии 17.12.2010 по 03.02.2011

Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

В текущем месяце мы вносим в наш список top picks 2 изменения: акции существенно подорожавшего уже в январе ЛУКОЙЛа мы заменяем на бумаги Русгидро, которые в начале года, напротив, выглядели хуже рынка, а бумаги Синергии, давление на которые оказывает предстоящее rights issue, мы заменяем на бумаги РУСАЛа, недавно появившиеся и на ММВБ.

Взгляд на основные сектора

Нефть и газ

На фоне роста нефтяных котировок, впервые с 2008 года превысивших уровень в \$ 100 за баррель, акции нефтегазового сектора в январе выглядели заметно лучше рынка. Впрочем, мы пока не видим фундаментальных оснований для дальнейшего роста нефтяных цен и, соответственно, для изменения наших таргетов по акциям, рекомендуя фиксировать прибыль по бумагам большинства компаний сектора.

Металлургия

Резкий рост цен на коксующийся уголь, сталь и цветные металлы в начале года создает серьезные предпосылки для резкого повышения наших таргетов по основным компаниям металлургического сектора. В силу ряда причин мы пока не торопимся менять свои прогнозы, однако по-прежнему ориентируем инвесторов, прежде всего, на бумаги тех компаний, которые выигрывают от роста цен на уголь и сталь больше других – Северсталь, ММК, Распадская, Мечел.

Банки

В феврале может быть дан старт второй волны приватизации. ВТБ начнет размещать 10%-й пакет акций государства. Избыточное предложение бумаг при отсутствии хорошего спроса может привести к давлению на котировки акций банка. В этих условиях мы видим в бумагах Сбербанка достойную альтернативу вложениям в ВТБ.

Электроэнергетика

Одной из основных тенденций в секторе начала года стало достаточно существенное снижение котировок Русгидро, которое мы считаем не совсем оправданным и предлагаем использовать в качестве возможности для покупки. Среди генерирующих компаний мы также выделяем бумаги ОГК-1, ОГК-5. В сетевом комплексе, мы выделяем бумаги Холдинга МРСК, которые несмотря на более привлекательную оценку довольно существенно отстали от бумаг ФСК.

Телекоммуникации

Прошедший месяц в телекоммуникационном секторе отразил основные тенденции всего прошедшего года: бумаги мобильных операторов дешевели, оставаясь под давлением как внешнего, так и внутреннего негатива, а акции компаний фиксированной связи дорожали на ожиданиях реформы Связьинвеста. Наше мнение касательно сектора остается прежним: акции сотовых компаний перепроданы, а бумаги фиксированных операторов – перекуплены.

Потребительский сектор

Небольшая коррекция акций крупнейших продуктовых ритейлеров (Х5 и Магнита), на наш взгляд, создает неплохую возможность для покупки. Из менее ликвидных акций сектора нам по-прежнему нравятся бумаги Дикси и М.Видео. Мы также сохраняем наш долгосрочный позитивный взгляд на бумаги Синергии, однако отмечаем, что выпуск новых акций компании в рамках реализации преимущественного права акционеров по цене несколько ниже рыночной создает в краткосрочном периоде избыток предложения бумаг на рынке и будет оказывать давление на котировки.

Индекс РТС

Наш таргет по индексу РТС на конец 2011 года остается без изменения на уровне 1950 пунктов. Мы по-прежнему полагаем, что к концу года некоторые бумаги могут стоить дешевле текущих уровней, в то время как потенциал роста по ряду бумаг еще сохраняется.

Распределение рейтингов в рекомендациях Аналитического департамента Банка Москвы

	Покупать	Держать	Продавать
Всего рекомендаций	28	22	37
%	32	25	42

Основные рекомендации

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2011г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Голубые фишки					
1	РурГидро	0.052	0.066	28%	покупать
2	VimpelCom Ltd.	14.12	17.50	24%	покупать
3	МТС-ADR	19.5	23.80	22%	покупать
4	Сбербанк	3.54	4.10	16%	покупать
5	Интер РАО	0.0016	0.0018	14%	держать
6	ВТБ	6.83	7.60	11%	держать
7	Лукойл	66.62	73.25	10%	держать
8	Газпромнефть	4.61	5.03	9%	держать
9	Евраз Групп	40.50	42.1	4%	держать
10	Газпром	7.07	7.08	0%	держать
11	Норильский никель	254	250	-2%	продавать
12	Уралкалий	7.84	7.33	-6%	продавать
13	Сургутнефтегаз	1.12	1.01	-9%	продавать
14	ФСК	0.0146	0.0122	-16%	продавать
15	Татнефть	5.76	4.72	-18%	продавать
16	Роснефть	8.75	7.08	-19%	продавать

	Компания	Текущая цена, \$	Цель на конец 2011г., \$	Потенциал роста, %	Рекомендация
Второй эшелон					
1	МРСК СК	5.502	8.500	54%	покупать
2	МРСК СЗ	0.0068	0.0105	55%	покупать
3	ОГК-2	0.056	0.081	45%	покупать
4	ОГК-5	0.095	0.13	37%	покупать
5	Ленэнерго	0.889	1.200	35%	покупать
6	МТС-локальные	8.49	11.20	32%	покупать
7	ОГК-1	0.0399	0.0520	30%	покупать
8	Х5	42.82	55.00	28%	покупать
9	ВСМПО	122	157	28%	покупать
10	ММК	1.16	1.48	28%	покупать
11	Распадская	7.76	9.92	28%	покупать
12	МРСК ЦП	0.0109	0.0138	27%	покупать
13	Полиметалл	17.21	21.64	26%	покупать
14	Мечел-п	10.36	13.0	25%	покупать
15	Башнефть	47.00	58.5	25%	покупать
16	ОГК-4	0.098	0.121	23%	покупать
17	Холдинг МРСК	0.184	0.226	23%	покупать
18	МРСК Урала	0.011	0.014	23%	покупать
19	UC RUSAL	1.55	1.90	23%	покупать
20	Северсталь	18.55	22.7	22%	покупать
21	МОЭСК	0.0583	0.0712	22%	покупать
22	Синергия	45.01	55.00	22%	покупать
23	МРСК Юга	0.0053	0.0065	22%	покупать
24	ОГК-3	0.05	0.063	21%	покупать
25	М-Видео	9.172	11.000	20%	держать
26	МРСК Волги	0.0063	0.0075	20%	держать
27	Полюс Золото	59.3	70.7	19%	держать
28	Магнит (GDR)	26.60	31.30	18%	держать
29	Уралсвязьинформ	0.0529	0.044	14%	держать
30	Дикси	14.78	16.80	14%	держать
31	Мечел	33.94	38.3	13%	держать
32	Калина	28.57	32.00	12%	держать
33	МРСК Сибири	0.0108	0.0115	6%	держать
34	МРСК Центра	0.045	0.047	4%	держать
35	Верофарм	48.42	50.0	3%	держать
36	Магнит (локальные акции)	132.5	136.0	3%	держать
37	Фармстандарт	29.70	30.0	1%	держать
38	Вимм-Билль-Данн	32.85	33.00	0%	держать
39	Сильвинит	985	978	-1%	продавать
40	Банк Санкт-Петербург п	6.242	6.100	-2%	продавать
41	Росинтер	23.610	23.000	-3%	продавать
42	Сургутнефтегаз п.	0.59	0.56	-5%	продавать
43	Ростелеком п.	2.98	2.81	-6%	продавать
44	Интегра	3.50	3.28	-6%	продавать
45	Sollers	21.266	19.900	-6%	продавать
46	СЗТ	1.083	1.000	-8%	продавать
47	Банк Санкт-Петербург	5.927	5.400	-9%	продавать
48	Казаньоргсинтез	0.277	0.242	-13%	продавать
49	Волгателеком	4.97	4.28	-14%	продавать
50	Сибирьтелеком	0.095	0.082	-14%	продавать
51	С.А.Т. oil	10.89	9.37	-14%	продавать
52	Новатэк	10.92	9.38	-14%	продавать
53	ОГК-6	0.049	0.042	-15%	продавать
54	НЛМК	4.52	3.82	-15%	продавать
55	ФСК	0.0146	0.0122	-16%	продавать
56	АвтоВАЗ	1.082	0.87	-20%	продавать
57	ТНК-ВР	3.03	2.36	-22%	продавать
58	Нижнекамскнефтехим	0.76	0.58	-23%	продавать
59	Акрон	47.15	35.800	-24%	продавать
60	КАМАЗ	2.81	1.90	-32%	продавать
61	Татнефть п.	3.40	2.25	-34%	продавать
62	БК Евразия	30.3	20.0	-34%	продавать

Лучшие идеи

компания	код	отрасль	Цена \$	Цель \$	Потенциал	Комментарий
Русгидро	HYDR	электроэнергетика	0.052	0.066	28%	Практически с самого начала нового года акции РусГидро находятся в явной немилости инвесторов, что мы связываем с публикацией низких тарифов на мощность. Мы считаем такую реакцию рынка избыточной и предлагаем воспользоваться благоприятной возможностью для покупки.
Башнефть	GAZP	нефть и газ	47.0	58.5	25%	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	18.55	22.70	22%	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	1.16	1.48	28%	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	0.040	0.052	30%	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	0.095	0.130	37%	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	7.76	9.92	28%	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. Другим важным позитивным фактором для компании является ралли на рынке коксующегося угля.
Мечел-п	MTL-P	угольная промышленность	10.36	13.00	25%	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. Кроме того, компания является одним из главных бенефициаров от наводнений в Австралии и ралли на рынке коксующегося угля.
X5	FIVE	розничная торговля	42.82	55.00	28%	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.
UC RUSAL	486 HK	металлургия	1.55	1.90	23%	Важными катализаторами роста стоимости бумаг РУСАЛА в феврале могут стать включение акций компании в индексы MSCI, обсуждение сделки по продаже 25% акций Норникеля или рост цен на алюминий, динамика которых долгие годы отстает от динамики цен на другие цветные металлы

Фёдоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Нефёдов Юрий
Nefedov_YA@mmbank.ru

Долговые рынки

Инфляционная угроза

В этой стратегии мы отмечаем усиление инфляционных рисков, как на глобальных рынках, так и на внутреннем долговом рынке. В перспективе эта инфляционная угроза неминуемо скажется на динамике базовых для российских долговых рынков кривых доходностей: USD IRS, UST, RUB IRS и ОФЗ.

Влияние кризиса в Северной Африке на восприятие инвесторами риск-профиля России считаем ограниченным. Поддержку суверенному спрэду РФ оказывают рекордные цены на нефть, ожидание повышения кредитного рейтинга со стороны Fitch. Относительно низкие в сравнении с рублевыми ставки и ожидания укрепления рубля будут способствовать смещению спроса эмитентов на внешние долговые рынки.

Банк России пока предпочитает использовать меры с ограниченным влиянием на базовую кривую долгового рынка, в целях поддержания стабильности долгосрочных ставок. Сохранение инфляционного давления пока повышает вероятность роста базовых ставок до конца первого квартала на 50 б.п.

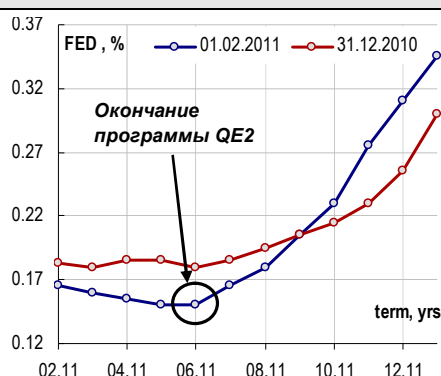
В третьей декаде февраля мы можем увидеть новый всплеск доходностей рублевых бондов в ожидании очередного заседания Совета директоров Банка России.

Мы сохраняем список наших рекомендаций и дополняем его относительно короткими ликвидными выпусками нефтегазового сектора.

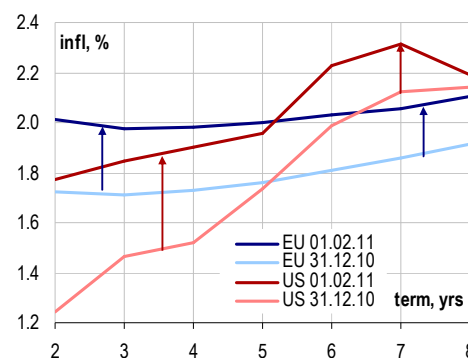
Глобальные рынки: инфляция двигает кривые

За последний месяц на глобальном рынке обострилась проблема ускорения инфляции. В борьбу с ростом цен уже вступили развивающиеся рынки: Бразилия, Индия, Китай уже повысили ключевые ставки, в России повышение ожидается в ближайшем будущем. Развитые экономики, наоборот, удерживают уровень ставки на минимальном уровне. Кривые инфляционных ожиданий в США и Европе, отражающие взгляд рынка на форвардный темп роста цен, сдвигаются вверх.

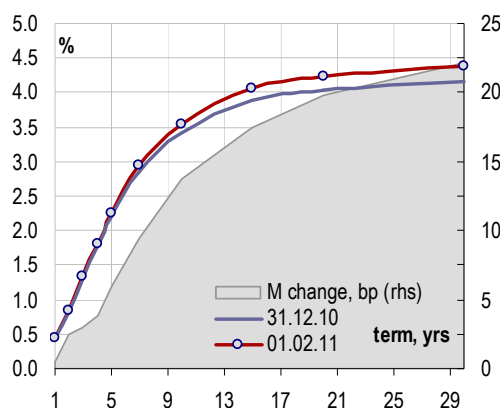
Ожидания по ставке ФРС (FFutures)



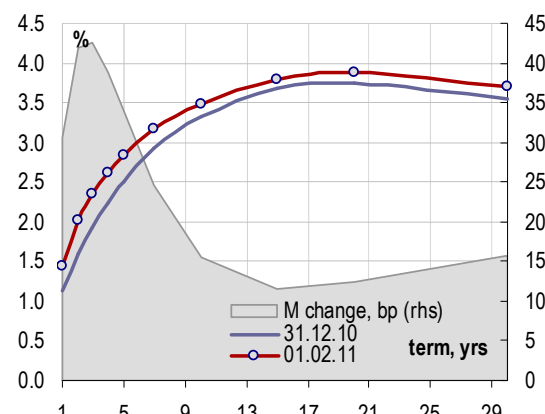
Инфляционные ожидания в США и Европе



USD IRS



EUR IRS



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Базовые кривые ведут себя аналогично, наклоны кривых достигают новых высот, отражая нарастающие инфляционные ожидания. Сокращение доходности в кривой UST на сроке до 5 лет мы связываем с обострением ситуации в Африке и локальным ростом спроса на «защитные» активы. Что касается долгосрочных доходностей UST, QE2 оказывает определённое сдерживающее влияние на их рост. Программа заканчивается в июне, и, что интересно, именно с июня 2011 года фьючерсы на ставку показывают возрастание ключевой ставки в США.

Мы полагаем, что в этом году ни Европа, ни США не пойдут на увеличение ставок, но рост базовых доходностей на фоне сырьевой (цены на нефть в районе \$ 100/bbl), продуктовой (CRB Food на исторических максимумах) инфляции, а также на фоне улучшения макроэкономических метрик выглядит логичным.

Заявления рейтинговых агентств о возможном изменении прогноза по рейтингу США на «негативный» и снижение рейтинга Японии по шкале S&P также усиливают общее давление на базовые кривые.

Еврооблигации: Зевс уступил трон богу Ра

На аппетит к риску развивающихся рынков инвесторы в январе не жаловались. По данным Bloomberg, компании разместили порядка \$ 30 млрд новых выпусков: из них бразильские эмитенты – порядка \$ 10 млрд, российские – порядка \$ 4 млрд, включая займы в «экзотике» - франках и сингапурских долларах. В российском сегменте, на наш взгляд, эмитентом месяца стал Вымпелком, изначально предложивший премию к своей же кривой на вторичном рынке до 50 б.п. Выпуск разошелся на ура, а Вымпелком привлек \$ 1.5 млрд.

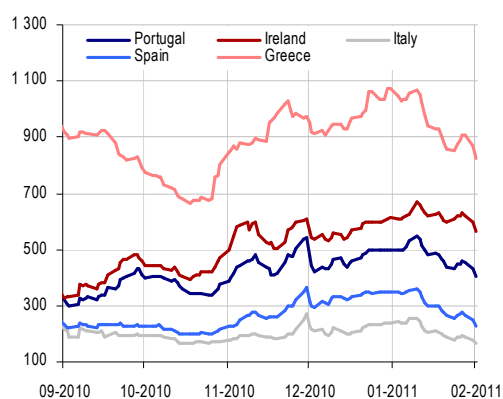
Размещения российских заёмщиков на еврорынке

Выпуск	Млн	Валюта	Погашение	Купон	Спрэд к IRS
BM'13	150	SGD	01.02.13	4.25	339
Novatek'16	600	USD	03.02.16	5.33	308
Novatek'21	650	USD	03.02.21	6.60	307
TMK' 18	500	USD	27.01.18	7.75	485
VEB' 16	400	CHF	17.02.16	3.75	226
VIP' 16-2	500	USD	02.02.16	6.49	427
VIP' 21	1 000	USD	02.02.21	7.75	428

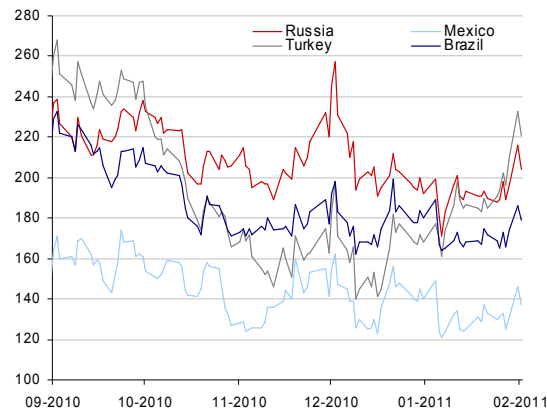
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Влияние кризиса в северной Африке и Египте на будущую динамику кредитных спрэдов ЕМ мы оцениваем как незначительное. Стабилизация политической обстановки вернет спрэды ЕМ на прежние уровни. А вот спрэды CDS PIIGS заметно сузились по итогам января, несмотря на волнения в Египте.

Кредитные спрэды PIIGS



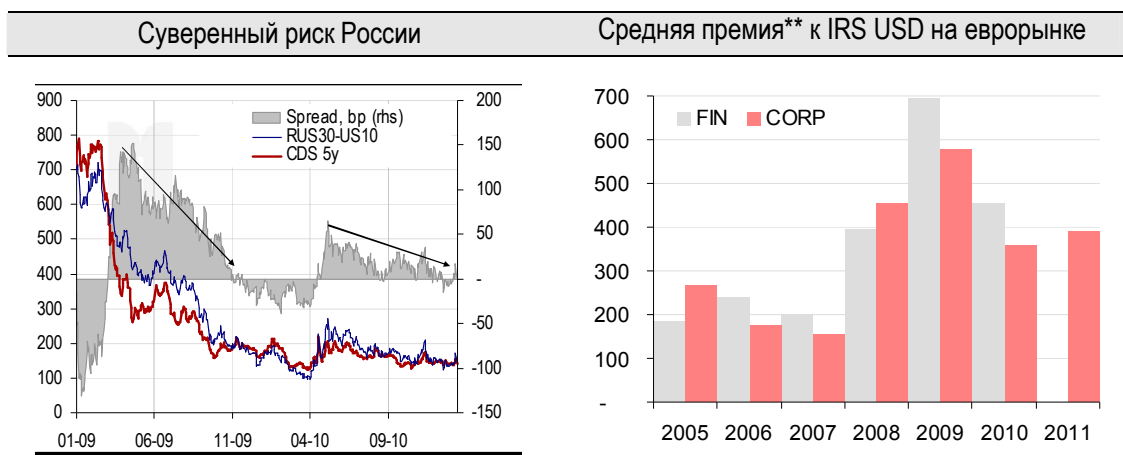
Суверенные спрэды EMBI



Источники: Bloomberg, Reuters, J.P. Morgan, Аналитический департамент Банка Москвы

С точки зрения динамики торгов российский сектор рынка еврооблигаций был в хорошей форме. Большинство выпусков сократили спрэды к IRS в валютах выпуска на 10-20 б.п. Особенно хорошо выросли длинные еврооблигации Газпрома и конвертируемые облигации ЛУКОЙЛа, Евраза, ТМК, следуя за ценой акций.

Россия находится в выгодном положении с точки зрения пересмотра кредитных рисков. Сужение спрэда деривативного и cash рынков означает сохранение позитивных настроений в отношении суверенных рисков. Спрэд EMBI+ Russia был стабилен в течение января и немного расширился на новости о египетском кризисе, но не так сильно, как спрэд Турции, которая тесно связана с Египтом экономически. Кроме того, рекордные показатели нефтяных котировок оказывают профилю России поддержку. Еще одним плюсом для России может стать повышение суверенного рейтинга, возможность которого анонсировало в январе агентство Fitch. Важным событием ближайших месяцев может стать размещение рублёвых еврооблигаций РФ.

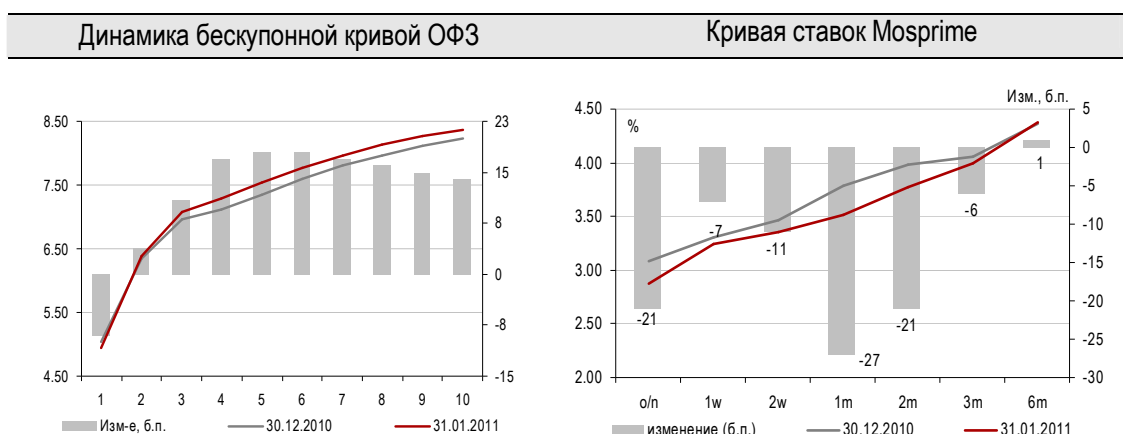


** рассчитано по выпускам, находящимся в обращении, как средневзвешенная премия по объёму размещения при выпуске

Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

Внутренний рынок: смешанное чувство

Ключевым событием января стало заседание ЦБ по поводу процентных ставок: ЦБ решил бороться с инфляцией «неставочными» мерами, подняв норму резервирования на 100 б.п. Кроме того, ЦБ начал сужать ломбардный список, ужесточив с 1 апреля минимальные требования к рейтингам эмитентов, выпуски которых допускаются в ломбардный список. Пока в условиях высокой ликвидности в системе действия ЦБ РФ носят «номинальный» характер и ограниченно повлияли на долговой рынок. Ставки на денежном рынке по итогам месяца даже снизились.



Источники: Банк России, Аналитический департамент Банка Москвы

В январе средневзвешенная доходность ОФЗ выросла на 17 б.п. Корпоративный сектор продолжил дорожать: спред выпусков первого и второго эшелонов к ОФЗ сократился на 10-30 б.п.

Динамика индексов ВМВІ за месяц								
Сектор	01.02.2011					Результаты за месяц		
	Объем, млрд руб.	Капитализ млрд. руб.	YTM, %	M.dur	Spread	HPR, % год.	Spread ch., b.p.	Yield ch, b.p.
Корпоративный сектор	1 835	1 877	7.73	1.73	195	10.67	-13	-12
Blue chips	827	845	6.98	2.07	100	11.64	-10	-1
2-й эшелон	823	846	7.72	1.53	201	10.18	-33	-40
3-й эшелон	183	184	11.22	1.04	606	8.08	56	58
Субфедеральный сектор	363	380	7.35	1.95	134	7.50	8	-2
Госсектор	1 513	1 513	6.65	2.87	0	3.75	0	17

Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Налоговый отток в феврале может составить до 400 млрд руб., оставшиеся плановые размещения ОФЗ – порядка 70 млрд руб. Поддержку ликвидности будут оказывать высокие цены на энергоносители. Неопределенность политики ЦБ в отношении базовых ставок, вероятно, усилит волатильность ставок в третьей декаде февраля. Как и в конце января, мы можем увидеть заметное снижение котировок основных фишек.

На фоне неопределенности решения ЦБ Минфин нашел спрос на новые выпуски путем проб и ошибок. Инвесторы не захотели покупать длинные выпуски ОФЗ, уходя от процентного риска. В итоге Минфину пришлось сократить дюрацию предлагаемых к размещению выпусков в целях активизации спроса и сохранения стабильности базовой кривой.

Итоги последних аукционов ОФЗ

Дата	Выпуск	Срок	План	Факт	%	Yield	Спрос	Премия б.п.	Спрос/предлож
19.01.2011	ОФЗ 25076	3	30	29.81	99 %	7.03	59	2.00	1.95
26.01.2011	ОФЗ 25077	5	30	7.40	25 %	7.63	8	7.00	0.26
02.02.2011	ОФЗ 26204	7	30	Отмена					
02.02.2011	ОФЗ 25078	2	30	53.60	179 %	6.46	68	3.00	2.27

Источники: Минфин, Интерфакс, ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

В условиях неослабевающих рисков повышения ключевых ставок высокий спрос на короткие ОФЗ, по нашему мнению, является косвенным голосованием инвесторов против длинного корпоративного риска. На февраль анонсирован ряд крупных размещений (порядка 60 млрд руб.), в том числе Газпром нефти, АИЖК, Альфа-Банка.

В итоге, после довольно нервного, но в целом позитивного января мы ожидаем роста волатильности на денежном и облигационном рынке, поскольку инвесторы продолжают жить с мыслью о том, что в ближайшее время ключевые ставки все-таки повысятся. Прогнозы по ключевым ставкам приведены в таблице ниже.

Рублевые ставки, %	Текущ.	1 кв.11
Рефинансирования в ЦБ	7.75	8.25
Депоз. ЦБ (overnight)	2.75	3.25
MosPrime		
o/n	2.87	3.5 - 3.75
1M	3.50	4.1 - 4.6
3M	4.00	4.6 - 5.35
6M	4.36	5 - 6

Обзор рекомендаций

- За прошедший месяц наши рекомендации показали неплохие результаты по всем секторам кроме МРК. Несмотря на присутствие кредитной идеи в слиянии МРК с Ростелекомом, большинство облигаций МРК существенно сдали позиции. Тем не менее, несмотря на достаточно узкий рынок в этих облигациях, мы полагаем, что идея слияния должна быть отыграна.
- Хорошо показали себя Московская область, Башнефть, Евраз, а также бумаги с плавающим купоном.

- С точки новых рекомендаций мы видим интересными короткие ликвидные выпуски нефтегазового сектора.

Новые идеи

Идея: короткие бумаги нефтяников. Сырьевые цены на максимуме

Реком.	Выпуск	Посл. цена	Yield, %	MDUR	Оборот 3 мес. (млн)
BUY	НоватэкБ01	100.80	7.25	2.07	335
BUY	Лукойл Б07	103.95	7.01	1.63	1 866
BUY	Лукойл Б06	103.95	7.01	1.63	903
BUY	Лукойл Б05	109.35	6.85	1.26	920
BUY	Лукойл Б04	109.35	6.85	1.26	515
BUY	ГазпромА13	108.70	6.60	1.23	748
BUY	ГазпрнфБ05	99.85	7.35	1.88	900
BUY	Газпрнефт3	111.15	6.78	1.29	1 388

Рекомендации

* на 31.01.2011					Динамика рекомендации			Начало рекомендации		
Реком.	Выпуск	Посл. цена	Yield, %	MDUR	Цена, %	Yield, %	Начало	Цена	Yield, %	MDUR

Идея: слияние с Ростелекомом, конвертация долга

BUY	ДальСвз2об	100.50	7.10	0.79	-0.59	65	17.12.10	101.10	7.84	0.92
BUY	ДальСвзБ05	103.59	7.18	0.44	-0.92	176	17.12.10	104.55	6.85	0.52
BUY	СЗТелек3об	100.28	4.38	0.06	-0.37	205	17.12.10	100.65	2.64	0.18
BUY	СЗТелек4об	101.36	6.60	0.77	0.11	-12	17.12.10	101.25	6.94	0.88
BUY	СЗТелек6об	104.52	7.73	0.46	-2.22	373	17.12.10	106.89	10.82	0.59
BUY	СибТлк-8об	101.40	7.98	2.09	-0.30	14	17.12.10	101.71	5.59	2.21
BUY	УрСИ сер07	100.00	7.32	0.59	-1.68	235	17.12.10	101.71	7.47	0.72
BUY	УрСИ сер08	100.00	7.62	1.81	-1.68	87	17.12.10	101.71	7.76	1.94
BUY	ЦентрТел-5	101.00	6.54	0.33	-0.70	156	17.12.10	101.71	6.82	0.45
BUY	ЮТК-05 об.	101.50	6.70	1.19	-0.21	16	17.12.10	101.71	7.46	1.30
BUY	ВлгТлкВТ-4	100.68	5.10	0.09	-1.01	482	17.12.10	101.71	6.66	0.21

Идея: улучшение кредитных метрик, повышение рейтинга

BUY	Мос.обл.8в	101.80	7.82	1.30	1.55	-120	17.12.10	100.25	9.02	1.39
BUY	Мос.обл.9в	110.04	6.86	0.82	-0.15	16	17.12.10	110.20	7.93	0.92
BUY	Мос.обл.6в	100.83	5.05	0.20	0.53	-166	17.12.10	100.30	8.21	0.32
BUY	Мос.обл.7в	99.17	8.46	2.61	-0.16	6	17.12.10	99.33	8.40	2.73

Идея: слишком широкий спрэд при аналогичных с ЛУКОЙЛом метриках

BUY	ГазпрнфБ05	99.88	7.33	1.88	0.18	-9	17.12.10	99.70	7.42	2.00
BUY	ГазпрнфБ06	99.65	7.45	1.88	-0.05	3	17.12.10	99.70	7.42	2.00

Идея: низкая долговая нагрузка, широкий спрэд к ОФЗ

BUY	Башнефть01	108.20	7.87	1.60	0.09	-34	17.12.10	108.10	8.21	1.61
BUY	Башнефть02	108.20	7.87	1.60	0.41	-52	17.12.10	107.76	8.39	1.61
BUY	Башнефть03	108.30	7.82	1.60	0.46	-55	17.12.10	107.80	8.37	1.61

Идея: широкий спрэд относительно Мечела

BUY	ЕврХолдФ 1	101.85	8.45	1.78	1.09	-61	17.12.10	100.75	9.06	1.88
BUY	ЕврХолдФ 3	101.75	8.50	1.78	1.09	-61	17.12.10	100.65	9.11	1.88
BUY	ЕврХолдФ 2	100.53	10.04	3.46	-0.37	10	17.12.10	100.90	9.94	3.57
BUY	ЕврХолдФ 4	101.64	9.73	3.47	0.64	-19	17.12.10	100.99	9.92	3.57

Идея: узкий спрэд относительно ЛУКОЙЛа при более слабых метриках

SELL	ТатнфтБ0-1	100.54	7.14	2.23	0.34	-15	17.12.10	100.20	7.29	2.34
------	------------	--------	------	------	------	-----	----------	--------	------	------

Идея: узкий спрэд относительно ОГК-5

SELL	МОЭСК-01	101.00	6.40	0.54	-0.15	-7	17.12.10	101.15	6.47	0.66
------	----------	--------	------	------	-------	----	----------	--------	------	------

Идея: обращаем внимание. Выпуски с плавающим купоном

Focus	АИЖК 12об	109.34			0.31	-	17.12.10	109.00		
Focus	АИЖК 13об	112.35			0.76	-	17.12.10	111.50		
Focus	РЖД-14обл	104.10			0.06	-	17.12.10	104.04		
Focus	РЖД-15 обл	106.99			0.38	-	17.12.10	106.59		
Focus	РЖД-17 обл	108.97			-1.19	-	17.12.10	110.28		
Focus	Трансф 03	107.10			0.56	-	17.12.10	106.50		

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

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

Нефть и газ

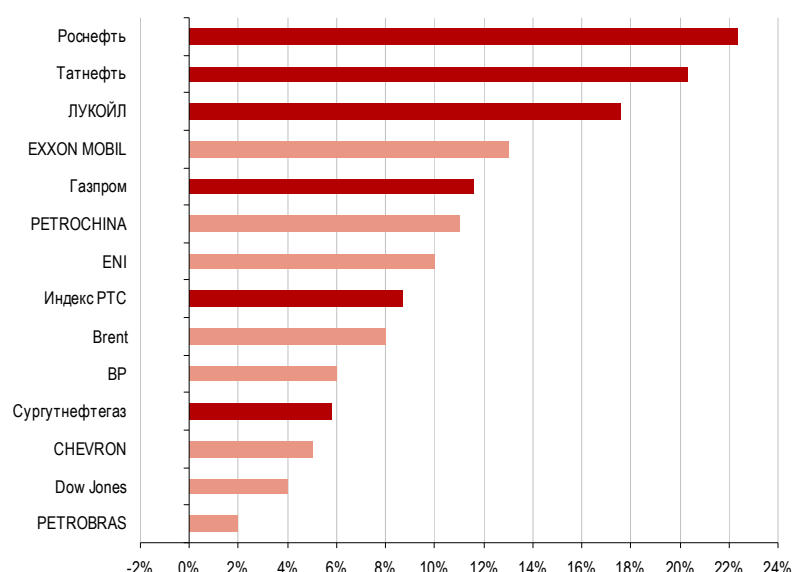
\$ 100 за баррель не предел?

Январское ралли на нефтяном рынке (котировки сорта Brent превысили \$ 100 за баррель) не оставило равнодушным инвесторов, и впервые за долгое время бумаги нефтегазового сектора чувствовали себя лучше рынка. Тем не менее, мы не видим фундаментальных оснований для дальнейшего роста нефтяных цен: объем незагруженных свободных мощностей в мире по-прежнему находится на уровне 5 мб/с, при этом резкий взлет котировок «черного золота» способен оказать негативное влияние на восстанавливающийся мировой спрос. Как следствие, пока мы не видим причин для повышения наших целевых уровней по сорту Brent (\$ 85 за баррель) на фоне неизменного уровня LRMC по новым месторождениям и сохраняем наши targets по компаниям сектора без изменений. В целом наше отношение к сектору остается достаточно прохладным: мы полагаем, что потенциал роста у большинства нефтяных бумаг весьма ограничен (за исключением Башнефти и отчасти ЛУКОЙЛа).

Основные тенденции

С начала года акции большинства нефтяных компаний выглядели лучше рынка: лидерами роста стали бумаги Роснефти на информации о достижении договоренностей по обмену акциями с BP и возможном продлении льгот по экспортным пошлинам на Ванкорское месторождение. Также на фоне стремительного повышения нефтяных котировок хорошую динамику продемонстрировали акции Татнефти, корреляция которых с динамикой цен на нефть исторически является достаточно высокой. Кроме того, ряд участников рынка считает, что Татнефть может стать одним из главных бенефициаров возможного снижения экспортных пошлин на нефть: в прошлом году компания экспортировала порядка 65 % добытой нефти. Однако мы полагаем, что с началом функционирования Танеко (НПЗ с простой схемой переработки) значительная часть положительного эффекта от снижения экспортных пошлин на нефть для Татнефти будет нивелирована ростом дополнительной налоговой нагрузки от увеличения пошлин на темные нефтепродукты (выпадающие доходы за 2011-2016 гг. оцениваются примерно в \$ 1.1 млрд). Помимо Роснефти и Татнефти также достаточно неплохую динамику продемонстрировали бумаги нашего фаворита – ЛУКОЙЛа: рынок ожидает скорого завершения продаж бумаг компании американской ConocoPhillips (около 2 % от УК).

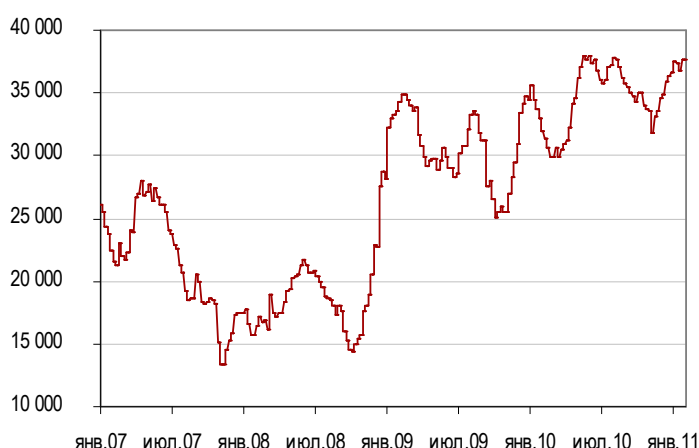
Динамика нефти, индексов и акций нефтегазовых компаний с начала года



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Основным драйвером роста акций компании сектора явилось мини-ралии на нефтяном рынке: котировки Brent продолжили свое восхождение и в начале февраля превысили гроссмейстерскую отметку на уровне \$ 100 за баррель. Взлет нефтяных котировок обусловлен благоприятной конъюнктурой на мировых фондовых рынках (следствие целого ряда позитивных макроэкономических новостей), растущим китайским импортом (по итогам 2010 г. этот показатель увеличился на 17 %), рядом технологических аварий и народными волнениями в Тунисе и Египте. Несмотря на то что доля Египта в мировой нефтедобыче составляет всего 0.8 %, а по Суэцкому каналу перевозится не более 1.5 млн бар. нефти в сутки (около 5 % от добычи ОПЕК) рынок опасается возникновения эффекта домино и эскалации протестных выступлений на весь Ближневосточный регион. На фоне роста нефтяных цен наблюдается сохранение значительного спреда между сортами Brent и WTI, что обусловлено высоким уровнем запасов западнотехасской нефти на базовом терминале в оклахомском Кашинге.

Динамика запасов на терминале Cushing (Оклахома, США)



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Снижение загрузки американских НПЗ до уровня 83 % на фоне продолжающегося роста нефтедобычи (+2.7 % г-к-г) и появления новых логистических коридоров (увеличение поставок из Северной Дакоты) оказывает дополнительное негативное давление на региональный рынок, при этом наличие в транспортной системе «узких мест» не позволяет перенаправить излишки WTI новым потребителям за пределами США. Кроме того, дополнительным фактором в сохранении дисконта стоимости WTI к Brent проведенная ребалансировка Standard & Poor's Goldman Sachs Commodity Index, которая привела к увеличению доли североморской смеси в индексе.

Отметим, что нефтяные цены оказывают определенное влияние на уровни targets по компаниям сектора, однако динамика фундаментальной стоимости нефтяных компаний не всегда повторяет темпы изменения котировок Brent из-за особенностей российской налоговой системы и принципов формирования курса национальной валюты. Как бы то ни было, пока мы не видим причин для повышения наших целевых уровней по сорту Brent (\$ 85 за баррель) на фоне неизменного уровня LRMC по новым месторождениям.

Из внутрироссийских событий отметим сделку ВР и Роснефти (сроки завершения которой пока не выглядят очевидными из-за наличия судебных претензий ААР к ВР), а также очередные инициативы Минфина по изменению налогообложения сектора. Так, по информации ряда СМИ, унифицированная пошлина на нефтепродукты может вырасти до 66 % с одновременным снижением максимальной ставки по экспортной пошлине в расчетной формуле с 65 % до 60 %. Мера станет дополнительным стимулом для модернизации российских НПЗ (прежде всего строительство установок гидрокрекинга) и даже при текущей структуре экспорта позволит ведущим ВИНКом получать некоторую экономию, размер которой, впрочем, окажет минимальное влияние на размер свободных денежных потоков компаний.

Что касается газовой отрасли, то нивелирование спреда между ценами спотового и оптового рынка на фоне ожидаемого по итогам 2010 г. рекордного свободного денежного потока концерна (по нашим оценкам, порядка \$ 14-15 млрд) оказало значительную поддержку котировкам GAZP.

Однако значительная часть потенциала роста в бумагах концерна уже была отыграна осенью, и поэтому (до улучшения ситуации с экспортом и новыми прогнозами в темпах либерализации внутреннего газового рынка, которые могут проявиться на Дне инвестора Газпрома 11 февраля) мы не видим оснований для пересмотра наших целевых цен по бумагам Газпрома.

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



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Явных фундаментальных причин для дальнейшего роста бумаг НОВАТЭКа также не наблюдается. Даже с учетом ожидаемого сохранения высоких темпов органического роста производства компании (в 2011 г. прирост собственной добычи НОВАТЭКа может составить 15 %) основные мультипликаторы, по которым рынок оценивает бумаги NVTK (EV/EBITDA 10=19.8, P/E 10 = 28.5), по нашему мнению, выглядят чересчур оптимистичными.

Ключевые рекомендации

Нашими фаворитами в настоящий момент являются Башнефть и ЛУКОЙЛ

Башнефть. 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.

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

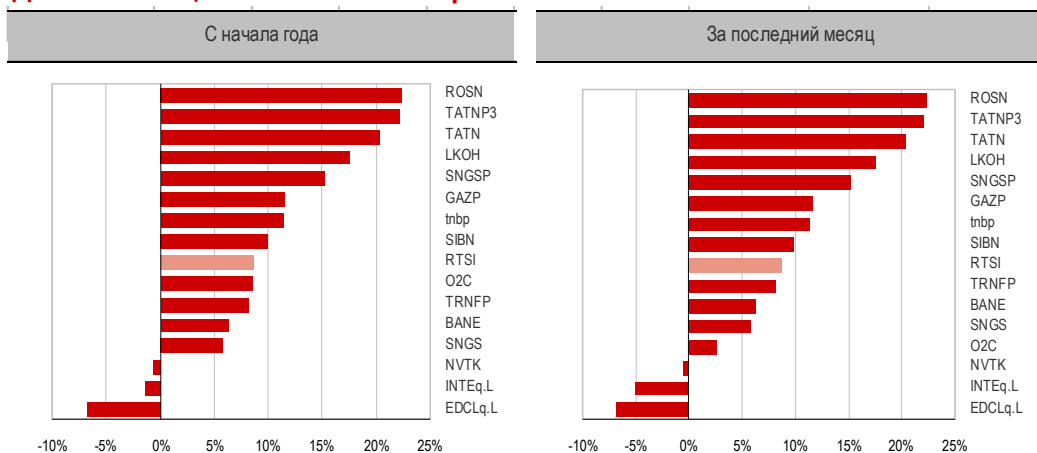
Основные рекомендации

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Нефть и газ									
Газпром	GAZP	7.1	166 825	5.1	1.8	4.2	7.1	0%	держать
Роснефть	ROSN	8.8	92 764	9.5	1.8	5.8	7.7	-12%	продавать
Лукойл	LKOH	67	52 050	6.5	0.6	4.0	73	10%	держать
ТНК-ВР	tnbp	3.0	45 441	7.7	1.2	5.0	2.4	-22%	продавать
Сургутнефтегаз	SNGS	1.12	39 862	7.4	0.7	3.0	1.01	-9%	продавать
НОВАТЭК	NVTK	10.9	33 104	28.5	8.9	19.8	9.4	-14%	продавать
Газпром нефть	SIBN	4.6	21 763	5.2	0.8	4.2	5.0	9%	держать
Татнефть	TATN	5.8	11 965	8.8	0.9	6.2	4.7	-18%	продавать
Башнефть	BANE	47	7 998	5.8	0.8	3.9	59	25%	покупать
Привилегированные акции									
Транснефть п.	TRNFP	1 328	8 814	1.7	1.2	1.9			
Сургутнефтегаз п.	SNGSP	0.59	4 548				0.56	-5%	продавать
Татнефть п.	TATNP3	3.4	502				2.3	-34%	продавать
Нефтесервис									
БК Евразия	EDCLq.L	30	4 450	17.3	2.3	9.4	25	-17%	продавать
Интегра	INTEq.L	3.5	642	отр.	0.9	6.0	3.3	-6%	продавать
C.A.T. oil	O2C	11	532	18.9	1.6	7.0	9.4	-14%	продавать

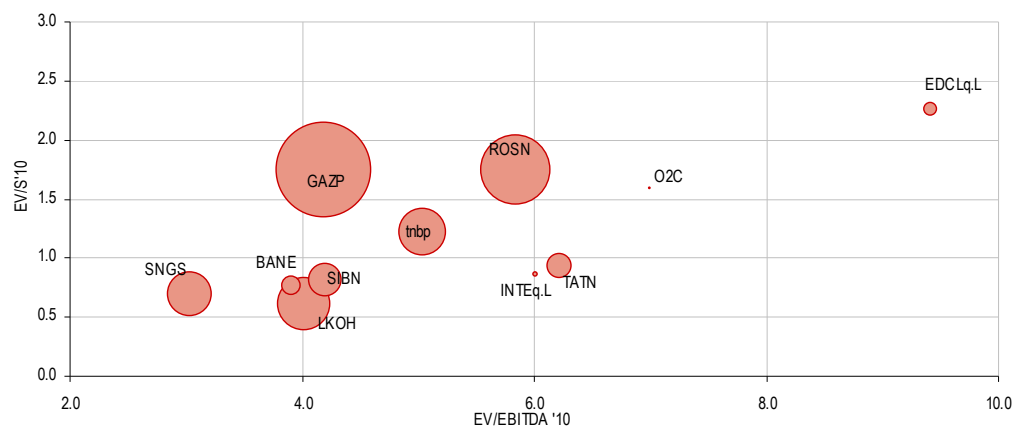
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П
Нефть и газ									
Газпром	94 154	113 106	117 317	35 368	47 209	43 638	24 541	32 920	27 676
Роснефть	46 826	60 946	67 865	13 478	18 279	16 517	6 514	9 720	8 129
Лукойл	81 083	97 466	107 530	13 715	14 771	15 658	7 011	7 966	8 622
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
НОВАТЭК	2 831	3 789	4 760	1 231	1 711	1 966	820	1 162	1 352
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
Башнефть	4 379	12 563	12 963	807	2 460	2 254	510	1 380	1 205
Привилегированные акции									
Транснефть п.	10 853	14 010	16 235	6 758	8 960	9 941	3 812	5 186	5 844
Нефтесервис									
БК Евразия	1 382	1 869	2 310	321	449	519	165	257	339
Интегра	836	887	1 052	55	126	150	-119	-27	32
C.A.T. oil	318	305	339	63	69	72	12	28	30

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей
Kuchеров_AA@mmbank.ru

Металлургия

Выше надолго?

Новый год начался с резкого роста цен на металлургическое сырье (прежде всего коксующийся уголь) и, как следствие, роста цен на сталь на фоне наводнений в Австралии и по-прежнему хорошего спроса со стороны Китая. В случае если ценам на металл удастся закрепиться на достигнутых уровнях, потенциал роста лучших фишек металлургического сектора, по нашим оценкам, вырастет с текущих 20-25 до более 100! Тем не менее, в силу ряда причин пересматривать свои прогнозы в сторону повышения мы пока не готовы.

Основные тенденции

Самые масштабные за последние десятилетия наводнения в ключевом мировом центре угледобычи – австралийском Квинсленде – привели к резкому росту цен на коксующийся уголь и, как следствие, росту цен на сталь в начале 2011 г.

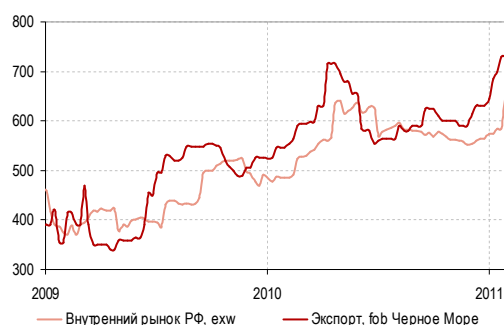
Коксующийся уголь (\$/тонна), fob Австралия



Железная руда (\$/тонна), cfr Китай



Цены на г/к лист, \$/тонна



Цены на арматуру, \$/тонна



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

При этом австралийские события, по-видимому, явились главной, но все-таки не единственной причиной нового мощного повышательного импульса на рынке стали, ведь в первый месяц года дорожал не только уголь, но и (хотя не так сильно) железная руда, что, по-видимому, объясняется по-прежнему высоким спросом на сырье со стороны Китая, где сдерживающие денежно-кредитные меры властей пока не дают ощутимого эффекта. Стоит признать, что спрос на мировом рынке стали и металлургического сырья в начале года остается очень сильным, а цены уже по итогам первого месяца года (\$ 720-730 за тонну г/к проката fob) превзошли уровни, заложенные в наши модели по итогам года в целом (около \$ 650 за тонну г/к проката).

Похоже выглядит ситуация на рынке промышленных цветных металлов, где текущие цены на медь, никель, алюминий и металлы платиновой группы находятся выше заложенных в наши модели

уровней, что создает определенный upside risk для наших оценок. По нашим расчетам, если ориентироваться на текущие цены на уголь (\$ 360/тонна, fob Австралия), сталь (\$ 720/тонна г/к листа fob) и цветные металлы (\$ 28 000/тонна Ni и \$ 9950/тонна Cu, \$ 2 550/тонна Al) в качестве среднегодовых цен 2011 г. при сохранении заложенных в наши модели темпов роста цен на последующие несколько лет и неизменности иных параметров, то потенциал роста наиболее привлекательных бумаг в металлургическом секторе возрастает с нынешних 20-25 % до более 60 % в черной металлургии и более 100 % для угольных фишек.

Текущие и потенциальные таргеты по бумагам металлургических компаний

	Текущая цена, \$	Текущий таргет, \$	Потенциал роста, %	Потенциальный таргет, \$	Потенциал роста, %
НЛМК	4.53	3.82	-16	4.8	6
Евраз	40.50	42.1	4	65	60
Северсталь	18.43	22.7	23	30.2	64
ММК	1.16	1.48	28	2.42	109
Мечел	33.94	38.3	13	75	121
Распадская	7.77	9.92	28	15.5	100
Норильский никель	254	250	-2	350	38
UC RUSAL	1.55	1.90	23	2.41	55

* - включая эффект от переоценки пакета акций Норникеля

Источник: оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Тем не менее, мы пока не склонны повышать наши таргеты, предпочитая придерживаться более консервативного подхода в силу нескольких причин:

- Товарные рынки традиционно крайне волатильны, и делать далеко идущие выводы по итогам лишь одного месяца вряд ли оправдано. Тем более, что глобальных факторов, которые могут привести к снижению стоимости металлов до конца года, предостаточно – это ужесточение денежно-кредитной политики в Китае, окончание QE 2 в США, более жесткая бюджетная политика и окончание стимулирующих программ в ряде стран мира, увеличение предложения металлов и сырья в ответ на рост цен.
- Более высокие цены сейчас будут способствовать интенсификации реализации проектов по расширению мощностей и, как следствие, более высокому предложению металлов через несколько лет. В результате закладываемые в наши модели достаточно оптимистичные оценки долгосрочных цен на сталь (\$ 775 за тонну г/к листа fob), никель (\$ 25 000 за тонну) и медь (\$ 8750 за тонну) окажутся под угрозой.
- Последствия наводнения в Австралии еще до конца не ясны, нельзя исключать, что австралийским производителям угля удастся в течение нескольких месяцев (или даже недель) восстановить выпуск угля, в результате чего цены на этот продукт вернутся к уровням начала года, что создаст давление и на котировки стали.

В случае если цены на уголь и сталь продолжат расти, нельзя исключать введения экспортных пошлин на эти продукты или иного ужесточения налоговой нагрузки на сектор.

Ключевые рекомендации

Обозначенные нами в годовой стратегии в качестве top picks акции – **Северсталь, ММК, Распадская и Мечел** – больше других выигрывают от роста цен на уголь и сталь, и мы не видим оснований менять наши рекомендации, когда цены на эти продукты уже превышают заложенные в наши модели уровни.

В цветной металлургии в этом месяце мы начали покрытие бумаг **РУСАЛа**, которые мы рекомендуем к покупке. Высокий леввередж компании делает ее одним из главных бенефициаров роста цен на металлы (в т.ч. и благодаря увеличению стоимости доли в ГМК), в то же время в случае неблагоприятного развития событий потенциал снижения цен на основной металл компании (алюминий) нам представляется достаточно ограниченным: в отличие от других ключевых металлов LME – меди и никеля – текущие котировки алюминия лишь немного превышают уровень издержек маржинальных производителей в отрасли.

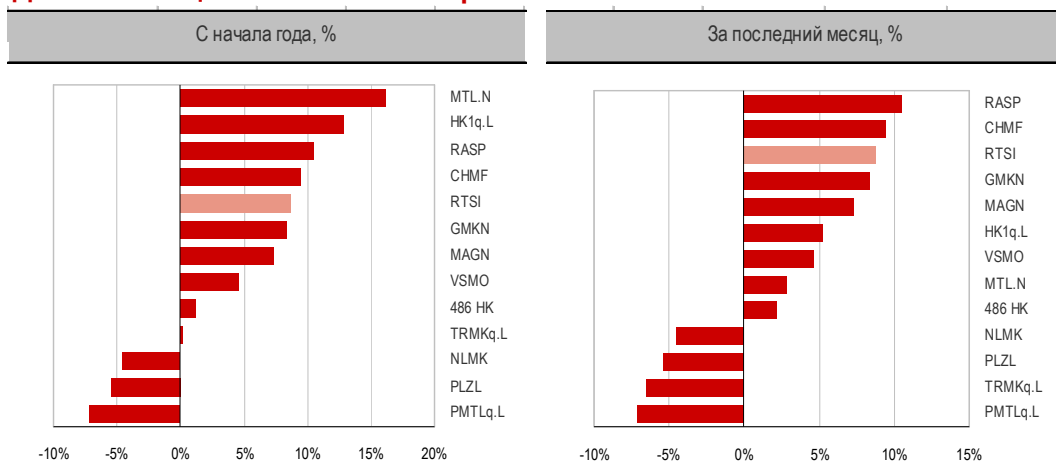
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Черная металлургия									
НЛМК	HK1q.L	4.52	27 066	22.5	3.6	12.7	3.82	-15%	продавать
Северсталь	NLMK	18.5	18 691	162.8	1.5	7.5	22.7	22%	покупать
Евраз Групп	CHMF	40.5	17 734	580.9	1.8	9.6	42.1	4%	держать
ММК	MAGN	1.16	12 924	28.0	1.9	9.9	1.48	28%	покупать
Цветная металлургия									
Норильский Никель	GMKN	254	48 439	9.3	3.0	6.3	250	-2%	продавать
РУСАЛ	486 HK	1.6	23 568	11.5	3.2	12.9	1.9	23%	покупать
Полюс Золото	PLZL	59.3	10 571	29.1	6.4	15.4	70.7	19%	покупать
Полиметалл	PMTLq.L	17.2	5 985	27.2	7.0	16.8	21.6	26%	покупать
ВСМПО	VSMO	122	1 410	отр.	2.4	14.9	157	28%	покупать
Угольные компании									
Мечел	MTL.N	33.94	14 128	28.4	2.1	9.8	38.3	13%	держать
Распадская	RASP	7.76	6 061	30.0	9.1	22.1	9.9	28%	покупать
Трубная промышленность									
ТМК	TRMKq.L	20.70	4 481	17.6	1.5	8.4	20.2	-3%	продавать

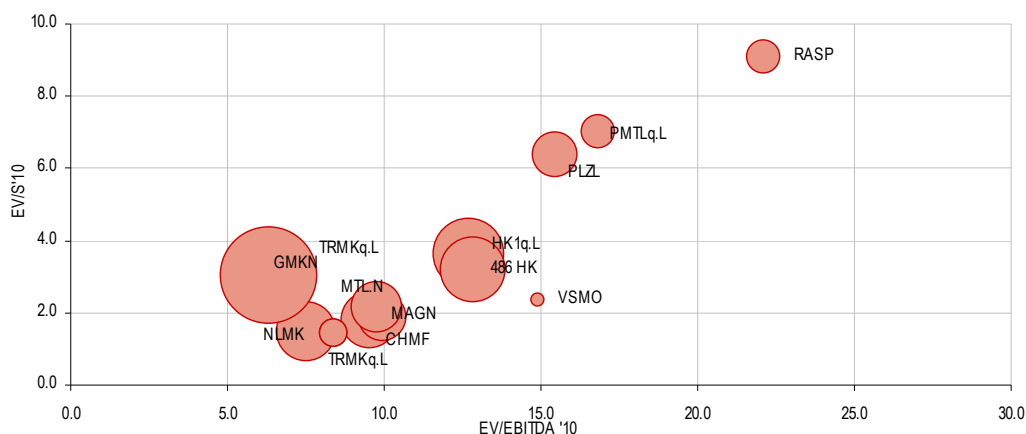
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П
Черная металлургия									
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
Евраз Групп	9 772	13 837	16 084	1 237	2 609	3 255	-1 251	31	827
ММК	5 081	8 412	10 294	1 023	1 570	2 199	232	461	897
Цветная металлургия									
Норильский Никель	10 155	15 214	16 908	4 418	7 317	7 762	2 600	5 231	5 408
РУСАЛ	8 165	11 057	12 990	596	2 748	3 323	821	2 053	2 961
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	89
Угольные компании									
Мечел	5 754	9 540	11 173	652	2 087	2 637	74	497	1 205
Распадская	497	681	864	252	280	573	117	202	339
Трубная промышленность									
ТМК	3 461	5 526	5 962	321	955	1 098	-316	255	345

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван, CFA
Rubinov_IV@mmbank.ru

Электроэнергетика

Временное затишье

В январе акции российских энергетиков не продемонстрировали внятной динамики. По итогам месяца сектор значительно отстал от рынка. Обращали на себя внимание бумаги ФСК и РусГидро, продемонстрировавшие бурную, но разнонаправленную динамику.

В отличие от динамики ФСК, которая, по нашему мнению, в большей степени носила спекулятивный характер, снижение стоимости бумаг РусГидро не было оправданным. На этом фоне с текущей стратегией мы добавляем акции гидрогенерирующей компании в наши ключевые рекомендации.

Основные тенденции

Январскую статистику по рынку электроэнергии подпортили погодные факторы, которые привели к многочисленным авариям электросетей в центральной части страны. Погода, как и годом ранее, могла бы оказать поддержку энергетикам. Тем не менее, в отличие от прошлого года, сетевая инфраструктура оказалась не готова. По данным АТС, при падении январских уровней потребления в энергозоне «Центр» более чем на 9 % (г-к-г), цены выросли лишь на 7 % (г-к-г). Впрочем, с учетом увеличения с 2011 г. доли либерализации рынка электроэнергии до 100 %, в финансовых результатах компаний эффект января вряд ли будет заметен.

Рынок акций энергетических компаний в целом по динамике проигрывал российским индексам. Обращали на себя внимание лишь взлет котировок ФСК и провал РусГидро.

Взлет ФСК.....

За последний месяц цена ФСК взлетела более чем на 20 % на ожиданиях выхода компании на фондовую площадку в Лондоне и реализации на ней 4 %-ного госпакета. Формально прохождение технического листинга в Лондоне может состояться уже в марте. Мы полагаем, что динамика в бумагах ФСК в большой степени носила эмоциональный характер. Получение листинга на зарубежной площадке увеличивает круг потенциальных инвесторов и, кроме того, в последствии может открыть компании путь в одну из индексных баз. С фундаментальной точки зрения, данные изменения вполне могли бы прибавить около 15-20 % к оцениваемой нами справедливой стоимости акций. Впрочем, определяющим моментом станет именно принятие решения о размещении 4 %-ного пакета, сроки которого пока не ясны. Кроме того, сейчас рынок, по всей видимости, ориентируясь на последние допэмиссии, ожидает размещения акций ФСК по цене не ниже 0.5 руб. – что соответствует номинальной стоимости бумаг компании. Впрочем, в случае с приватизацией 4 %-ного пакета ФСК, четкой привязки к номиналу может и не существовать.

По нашей оценке, в настоящее время стоимость магистральных сетей к базе капитала (мультипликатор EV/iRAB) составляет 0.68, тогда как показатель распределительных сетей МРСК не превышает 0.54 при более высокой ставке доходности на капитал (11 % против 10 % у ФСК). В данной связи, сейчас распределительные сети выглядят более привлекательно.

.....и падение РусГидро

Противоположно ФСК в январе двигались бумаги РусГидро, давление на котировки которых оказывали новости по снижению тарифов а мощность. Наше отношение к данному событию, так же как и к бумагам РусГидро мы выразили в недавно выпущенном обзоре «РусГидро: преждевременное снижение». Еще раз отметим, что, по нашему мнению, снижение котировок акций компании лишь повышает их привлекательность, и в текущем месяце мы добавляем их в список наших «топовых» рекомендаций.

Что можно ожидать в феврале

Февраль не обещает сюрпризов инвесторам в энергетику. Основные события, связанные с консолидацией или с функционированием нового рынка мощности, определяющих настроения инвесторов на рынке ожидаются позже. Тем не менее, в феврале вероятно появление окончательных тарифов на мощность для РусГидро. Кроме того, в сетевом комплексе в январе состоялась презентация стратегии развития Ленэнерго, которая позволяет удлинить горизонт

прогнозирования. Вместе с важной составляющей оценки сетевых компаний – первоначальной базой капитала iRAB, стратегия Ленэнерго раскрыла долгосрочные параметры роста своей стоимости – инвестиционную программу. Последняя составляющая, в настоящее время, как правило, не учитывается рынком при оценке сектора. В ближайшие месяцы свои прогнозы могут раскрыть и другие сетевые компании.

Ключевые рекомендации

С данной стратегией мы восстанавливаем в список наших основных рекомендаций бумаги РусГидро. Среди генерирующих компаний мы также выделяем бумаги ОГК-1, ОГК-5. В сетевом комплексе мы выделяем бумаги Холдинга МРСК, которые несмотря на более привлекательную оценку довольно существенно отстали от бумаг ФСК. Кроме того, в качестве дополнительного драйвера можно рассматривать приближающийся пересмотр базы индекса MSCI. Последний год бумаги сетевого холдинга рассматриваются в качестве основного кандидата на включение в индекс. Кроме того мы выделяем акции МОЭСК – несмотря на переход на RAB, компания может сохранить часть платы за техприсоединения, что было самым высокомаржинальным сегментом деятельности МОЭСК в прошлом году.

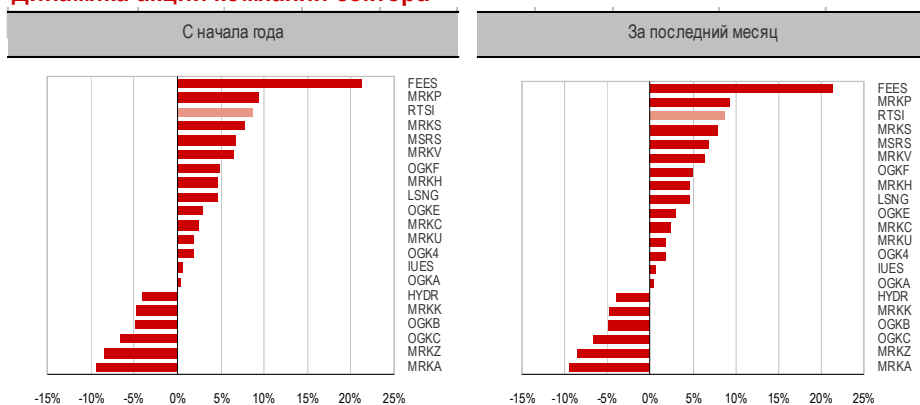
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Генерация электроэнергии									
РусГидро	HYDR	0.052	14 917	11.2	1.0	5.9	0.066	28%	покупать
ОГК-4	OGK4	0.10	6 194	30.3	3.6	17.1	0.12	23%	покупать
Интер РАО	IUES	0.0016	4 571	202.0	1.9	12.9	0.0018	15%	держать
ОГК-5	OGKE	0.09	3 349	23.2	2.6	12.2	0.13	37%	покупать
ОГК-3	OGKC	0.052	2 481	66.5	0.8	11.9	0.063	21%	покупать
ОГК-2	OGKB	0.056	1 826	15.4	1.3	9.5	0.081	45%	покупать
ОГК-1	OGKA	0.040	1 779	32.1	1.1	10.7	0.052	30%	покупать
ОГК-6	OGKF	0.049	1 596	46.2	1.1	13.5	0.042	-15%	продавать
Электросети									
ФСК	FEES	0.015	17 973	26.2	3.8	6.9	0.012	-16%	продавать
Холдинг МРСК	MRKH	0.18	7 533	34.6	0.7	4.7	0.23	23%	покупать
МОЭСК	MSRS	0.06	2 838	11.2	1.1	3.9	0.07	22%	покупать
МРСК Центра	MRKC	0.05	1 909	10.1	1.1	5.0	0.05	4%	держать
МРСК ЦП	MRKP	0.011	1 223	45.8	0.8	6.1	0.014	27%	покупать
МРСК Волги	MRKV	0.006	1 120	отр.	1.0	11.3	0.008	20%	покупать
МРСК Урала	MRKU	0.011	980	49.6	0.6	4.9	0.014	23%	покупать
МРСК Сибири	MRKS	0.011	968	отр.	0.8	26.6	0.012	6%	держать
Ленэнерго	LSNG	0.89	824	17.9	1.1	4.0	1.20	35%	покупать
МРСК СЗ	MRKZ	0.007	649	отр.	0.8	15.9	0.011	55%	покупать
МРСК Юга	MRKA	0.005	265	отр.	0.9	6.1	0.006	22%	покупать
МРСК СК	MRKK	5.5	162	отр.	0.5	3.1	8.5	54%	покупать

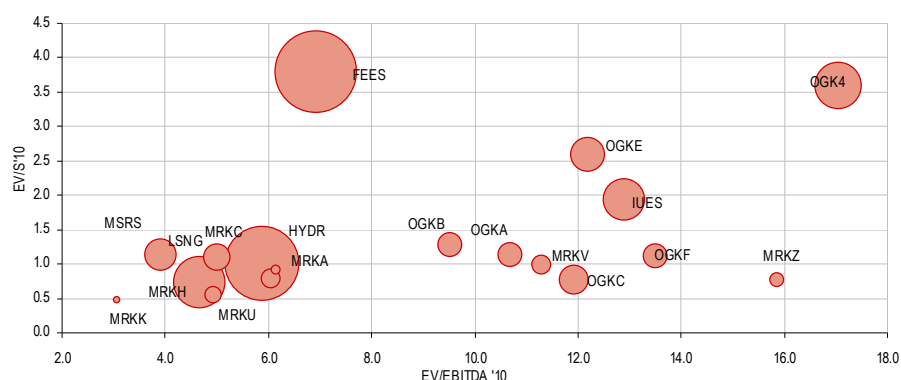
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П
Генерация электроэнергии									
РусГидро	3 635	14 360	5 680	1 615	2 437	2 885	964	1 330	1 670
ОГК-4	1 239	1 614	2 058	273	340	520	174	205	328
Интер РАО	2 152	2 512	2 934	-310	377	419	-392	23	129
ОГК-5	1 246	1 491	2 069	244	316	555	101	144	308
ОГК-3	948	1 236	1 372	189	78	73	135	37	22
ОГК-2	1 177	1 496	1 794	102	200	266	34	118	153
ОГК-1	1 193	1 629	1 928	149	171	186	98	55	78
ОГК-6	1 170	1 453	1 762	167	119	124	77	35	25
Электросети									
ФСК	2 898	4 343	4 911	959	2 377	2 552	-1 938	686	1 198
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
МРСК Центра	1 551	2 072	2 725	305	454	710	66	189	327
МРСК ЦП	1 494	1 935	2 330	189	250	412	24	27	132
МРСК Волги	930	1 323	1 714	154	115	297	41	-24	107
МРСК Урала	1 662	2 068	2 482	196	233	361	66	20	119
МРСК Сибири	1 260	1 549	2 116	95	44	353	-24	-95	128
Ленэнерго	925	1 145	1 445	328	310	530	89	46	173
МРСК СЗ	844	1 022	1 237	101	49	115	2	-73	-35
МРСК Юга	600	773	1 055	121	114	246	-35	-69	16
МРСК СК	315	404	492	26	61	86	-18	-3	-5

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Горячих Кирилл
Goryachih_KA@mmbank.ru

Телекоммуникации

M&A довлеют над сектором и создают идеи для инвестиций

Прошедший месяц в телекоммуникационном секторе отразил основные тенденции всего прошедшего года: бумаги мобильных операторов дешевели, оставаясь под давлением как внешнего, так и внутреннего негатива, а акции компаний фиксированной связи дорожали на ожиданиях реформы Связьинвеста.

Наше мнение касательно сектора остается прежним: акции сотовых компаний перепроданы, а бумаги фиксированных операторов – перекуплены.

В секторе фиксированной связи мы ожидаем коррекции после появления избыточной ликвидности в бумагах уже Нового Ростелекома в ближайшее время. При этом потенциальные M&A мобильных операторов продолжают оказывать давление на их бумаги в среднесрочной перспективе, хотя и могут создать идею сокращения дисконта локальных акций МТС к ADR в случае обмена пакета акций МТС АФК «Системы» на долю в глобальном телекоммуникационном операторе.

Основные тенденции

Мобильная связь: сектор перепродан

Бумаги МТС и VimpelCom снижались в январе. Причинами такой динамики остаются как внешние, так и внутренние факторы.

Глобально инвесторы продолжают быть озабоченными тем, что многомиллиардные инвестиции операторов связи в инфраструктуру беспроводного Интернета не принесут ожидаемой отдачи, а рентабельность снизится из-за того, что медиакомпании станут диктовать свои условия.

Локально потенциальные M&A российских сотовых компаний продолжают вызывать опасения у рынка. Так, разгорающийся конфликт между Altimo и Telenor может затянуть сделку VimpelCom по покупке Wind TeleCom. В то же время основной акционер АФК «Системы» В. Евтушенко подтвердил, что МТС также заинтересована в расширении географии своего бизнеса, что негативно воспринимается инвесторами.

Мы не раз писали о том, что вышеуказанные тенденции уже учтены в котировках акций мобильных операторов. Однако при отсутствии идей для роста фундаментальная недооцененность данных бумаг может сохраниться в течение неопределенного времени.

На данный момент среди идей в секторе мобильной связи мы видим высокие дивиденды МТС за 2010 год и укрепление рубля. При этом дивидендная тема может стать особенно актуальной, учитывая тот факт, что АФК «Система» явно «копит деньги».

Мы также отмечаем, что **M&A МТС и Системы могут повысить привлекательность локальных акций МТС**. Учитывая заявления В. Евтушенко о том, что МТС ведет переговоры о слиянии с одной из топ-10 телекоммуникационных компаний мира, мы считаем нужным остановиться более подробно на теме M&A МТС и Системы.

Мы не склонны считать, что АФК «Система» купит миноритарную долю в одном из ведущих операторов (на большее не хватит денег) и оставит у себя контроль в МТС. На наш взгляд, более логичным выглядит обмен принадлежащего Системе пакета акций МТС на долю в глобальном телекоммуникационном операторе (возможно с доплатой). В этом случае реакция рынка на данное событие будет зависеть от условий сделки, и предсказать ее сложно. Однако, в случае обсуждаемого нами поворота событий, **локальные акции МТС могут быть обменены на бумаги глобального оператора с теми же коэффициентами, что и ADR** (похожая ситуация была при покупке PersiCo и Вимм-Билль-Данна), **что повышает их инвестиционную привлекательность из-за имеющегося дисконта к депозитарным распискам.**

Фиксированная связь: кульминация все ближе

Бумаги Ростелекома и МРК в январе выросли в цене. Инвесторы продолжают отыгрывать идею создания новой «голубой фишки» на российском рынке.

В прошлом году бумаги МРК были одной из наших топ-рекомендаций. На данный момент мы отмечаем, что акции данных компаний уже стоят настолько дорого, что даже имеющийся дисконт к Ростелекому, вызванный коэффициентами конвертации, не делает МРК хорошей инвестиционной идеей с фундаментальной точки зрения.

Текущие ценовые уровни Ростелекома подразумевают, что уже объединенная компания будет торговаться на уровне $5.5 \times \text{EV/EBITDA}$ 11, что предполагает премию к аналогам 10 - 35 %, и это при том, что стратегия оператора на данный момент так и остается неизвестной инвесторам, а потенциальные M&A по высоким ценам имеют шансы продолжиться и в дальнейшем.

На данный момент мы не рекомендуем покупать ни акции Ростелекома, ни бумаги МРК. Мы отмечаем, что после завершения процесса конвертации в конце февраля – в марте на рынке будет переизбыток акций Ростелекома, что может вызвать существенное снижение в данных бумагах. Мы рекомендуем инвесторам входить в данную компанию именно тогда, после завершения реорганизации. Основная идея – возможное включение акций Ростелекома в индекс MSCI.

Медиа: основные события впереди

Бумаги СТС Медиа в январе двигались в русле рыночных тенденций, не показав значительного изменения в цене. Ближайшее событие – отчетность медиагруппы за 4-й квартал – на наш взгляд, не окажет существенного влияния на динамику акций компании, так как отразит деятельность СТС за прошлый год, когда структура рынка рекламы была прежней (65 % рынка контролировалось ВИ).

Особый интерес будет представлять следующая отчетность медиагруппы – за 1-й квартал 2011 г.: по ней можно будет судить о том, сумела ли компания сохранить долю рынка при продаже рекламы через собственный сейлз-хаус.

На данный момент мы лишь отмечаем, что бумаги СТС Медиа являются ставкой на рост российской экономики, от которой напрямую зависит рынок рекламы. В связи с этим тот факт, что цены на нефть держатся возле уровня \$ 100 за баррель, является позитивным для акций медиагруппы, так как может привести к переоценке темпов роста российского ВВП в 2011 г., а значит и темпов увеличения рынка рекламы.

Ключевые рекомендации

Мы продолжаем считать перепроданными бумаги мобильных операторов – МТС и VimpelCom Ltd. – и рекомендуем покупать их бумаги. Рекомендации «покупать» также заслуживают акции СТС Медиа, которые могут вырасти в цене на ожиданиях высоких темпов роста рекламного рынка, а также акции Комстар-ОТС.

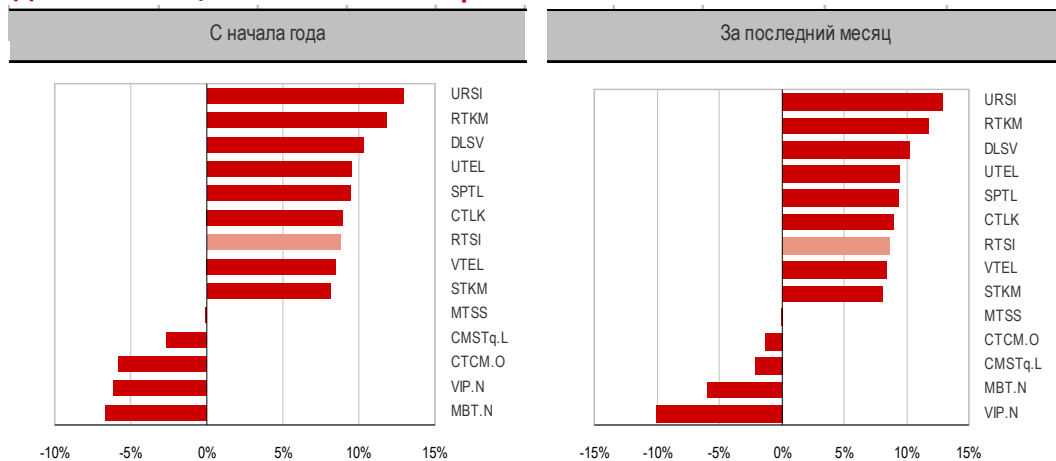
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Мобильная связь									
МТС (ADR)	MBT.N	19.48	18 670	11.6	2.1	4.7	23.80	22%	покупать
МТС (локальные)	MTSI	8.49	16 274	9.5	1.9	4.0	10.10	19%	покупать
VimpelCom Ltd.	VIP.N	14.12	18 229	10.7	2.0	4.3	17.50	24%	покупать
Фиксированная связь									
Ростелеком	RTKM	5.73	4 177	19.8	2.3	11.7	4.11	-28%	продавать
Комстар-ОТС	CMSTq.L	6.51	2 721	16.8	1.9	5.0	8.33	28%	покупать
Центртелеком	CTLK	1.17	1 849	9.0	1.9	4.4	1.06	-9%	продавать
Уралсвязьинформ	URSI	0.05	1 710	16.3	1.6	4.6	0.05	-11%	продавать
Волгателеком	VTEL	4.97	1 222	9.3	1.3	3.3	4.61	-7%	продавать
Сибирьтелеком	STKM	0.10	1 143	11.8	1.2	3.4	0.09	-7%	продавать
СЗТ	SPTL	1.08	954	12.3	1.5	3.4	1.00	-7%	продавать
ЮТК	UTEL	0.23	680	17.0	1.8	5.1	0.21	-8%	продавать
Дальсвязь	DLSV	4.76	455	4.9	0.9	2.4	4.38	-8%	продавать
Медиа и IT									
CTC Media	CTCM.O	22.24	3 430	26.8	5.9	17.0	26.45	19%	покупать

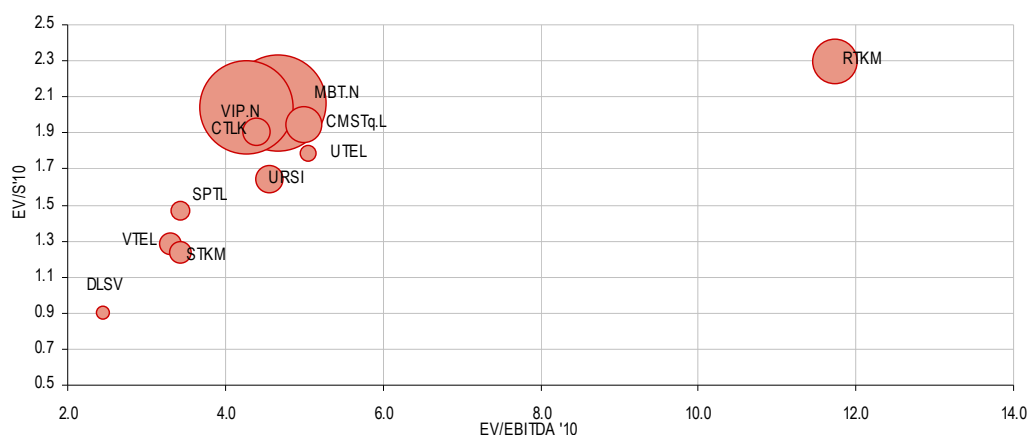
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П
Мобильная связь									
МТС	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
Фиксированная связь									
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	162	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	40	67
Дальсвязь	543	638	667	192	234	254	59	92	106
Медиа и IT									
CTC Media	506	572	649	211	199	232	100	128	150

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Банковский сектор

В игре «приватизация» ставим на Сбербанк

Акции банковского сектора проиграли рынку с начала года. Удастся ли наверстать упущенное в феврале – большой вопрос. Несмотря на отличные результаты прошлого года и блестящие перспективы на 2011 г., акции банков могут начать испытывать давление.

Ожидается, что в феврале может быть дан старт второй волны приватизации. ВТБ начнет размещать 10 %-ный пакет акций государства. Избыточное предложение бумаг при отсутствии хорошего спроса может привести к давлению на котировки акций банка.

Достойная альтернатива акциям ВТБ в российском банковском секторе – акции Сбербанка. Мы полагаем, что спрос инвесторов может временно переключиться на Сбербанк в силу фундаментальной привлекательности банка и ряда спекулятивных идей. В этой стратегии мы рекомендуем ставить на Сбербанк.

Динамика отрасли: вблизи локальных максимумов

Акции банковского сектора отстали от рынка с начала года, несмотря на успехи банков в минувшем году. Котировки обыкновенных акций Сбербанка снизились на 1.4% в то время как индекс РТС прибавил около 9.0 %. Акции ВТБ торгуются на уровнях начала года.

По предварительным данным ЦБ, совокупная прибыль российских банков за 2010 г. составила 550 млрд руб. Чистая прибыль Сбербанка составила 183.6 млрд руб. В номинальном выражении с учетом Сбербанка рост кредитного портфеля физлиц, по словам первого зампреда ЦБ Г. Меликьяна, превысил 15 %, а рост портфеля юрлиц составил 13 %.

Сбербанк: слишком много нереализованных идей, чтобы поставить на его акции

К сожалению для инвесторов в акции Сбербанка, идея быстрого старта программы DR пока не реализовалась, а его представители пока только готовят рынок к возможным переменам:

- В ближайшее время может быть дан старт программе депозитарных расписок (DR),
- Опционная программа уже согласована в Правительстве и Центральном банке. Ее детали будут опубликованы в ближайшее время.
- Инвесторы также ждали более конкретного ориентира по чистой прибыли на 2011 г., который так и не был объявлен. Очевидно, банк объявит их уже в ближайшее время.
- Интригой месяца в Сбербанке можно назвать ожидаемую сделку с инвесткомпанией «Тройка Диалог». Пока официальных комментариев на эту тему стороны не дают. Предполагается, что Наблюдательный совет Сбербанка рассмотрит эту сделку на заседании 25 февраля.

Мы расцениваем возможную покупку «Тройки Диалог» Сбербанком неоднозначно. Как и в любой инвестиции, перед Сбербанком открываются возможности и существуют определенные риски. Развитие инвестбанковского бизнеса Сбербанка на базе ИК «Тройка Диалог» окажет мультиплицирующий эффект на корпоративный бизнес Сбербанка, розничные клиенты Сбербанка получат доступ к отлично работающему брокерскому бизнесу. В конечном итоге, с точки зрения возможного влияния на весь бизнес эту сделку нельзя недооценивать.

С точки зрения фундаментальных факторов, мы полагаем, что в 2011 г. тренд снижения процентной маржи Сбербанка на фоне ускорения инфляции и роста спроса на кредитные ресурсы может быть сломлен, что позволит увеличить доходы от основной деятельности. Динамика качества кредитного портфеля по-прежнему будет играть ключевую роль в прибыльности Сбербанка и отношении к нему инвесторов. Тренд по сокращению чистых отчислений в резервы в 2011 г. сохранится, что позволит Сбербанку ставить новые рекорды. В настоящее время мы прогнозируем чистую прибыль Сбербанка выше 300 млрд руб. в 2011 г.

(ROAE - 29 %).

Мы видим хороший потенциал в акциях Сбербанка как с точки зрения фундаменталий, так и с точки зрения спекулятивных возможностей. Наше мнение подтверждает и поведение топ-менеджмента Сбербанка, который, не дожидаясь опционных программ, постепенно увеличивает свою долю, скупая небольшие порции акций на открытом рынке.

В настоящее время обыкновенные акции Сбербанка торгуются с мультипликатором «Цена/Капитал» 1.8х. на 2011 г. Дисконт акций ВТБ к акциям Сбербанка по этому мультипликатору составляет 10 % при разнице в 8.7 п.п. по ожидаемому ROAE в 2011 г. (20.3 % у ВТБ и 29% у Сбербанка).

ВТБ: ничего хорошего ждать не приходится

Как ожидается, ВТБ в феврале начнет размещение 10 % госпакета своих акций. Размещение акций пройдет на открытом рынке, а не среди стратегов, как предполагалось ранее. Для привлечения инвесторов TPG Capital останется якорным инвестором.

Истинные причины изменения первоначальной схемы продажи официально не раскрываются. Мы полагаем, что главная причина срыва сделки со стратегами – отсутствие достаточного спроса для закрытия сделки со стороны стратегов. По данным СМИ, стратегам предлагался 2-3-летний lock-up период (запрет на продажу акций), который, видимо, и не устроил консервативных инвесторов, учитывая агрессивную экспансию банка и связанные с ней риски. Скорость, с которой ВТБ пытается продать 10 % акций, говорит о том, что банк выступает в качестве пробного шара в большой игре под названием «приватизация государственных активов». От успеха этой сделки также зависит график предложения других госактивов, в том числе Сбербанка. Однако пока официальные лица госбанка и регуляторов заявляют, что приватизация первого банка страны стартует не ранее конца 2011 г.

На наш взгляд, размещение акций ВТБ на открытом рынке пока создает предпосылки к снижению их котировок. Учитывая неустойчивую стабильность на глобальных финансовых рынках, спрос на акции ВТБ может быть ограниченным, что при открытом предложении акций окажет давление на их котировки.

В отсутствие хороших альтернатив в акциях российского банковского сектора, мы полагаем, что часть инвесторов захочет перейти в более надежные с точки зрения рисков и привлекательные с точки зрения идей акции Сбербанка.

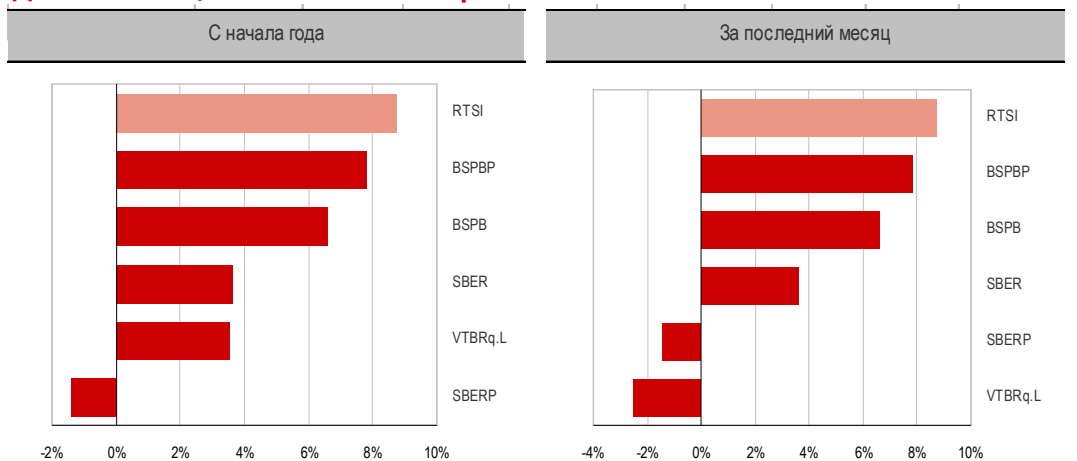
Основные рекомендации

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 11	ROE, % 11	P/BV 11	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сбербанк	SBER	3.5	76 362	6.9	29.6	1.8	4.1	16%	покупать
ВТБ	VTBRq.L	6.8	35 690	8.9	20.3	1.6	7.6	11%	держать
Банк Санкт-Петербург	BSPB	5.9	2 059	5.9	32.4	1.6	5.4	-9%	продавать
Привилегированные акции									
Сбербанк п.	SBERP	2.4	121						
Банк Санкт-Петербург п	BSPBP	6.2	407				6.1	-2%	продавать

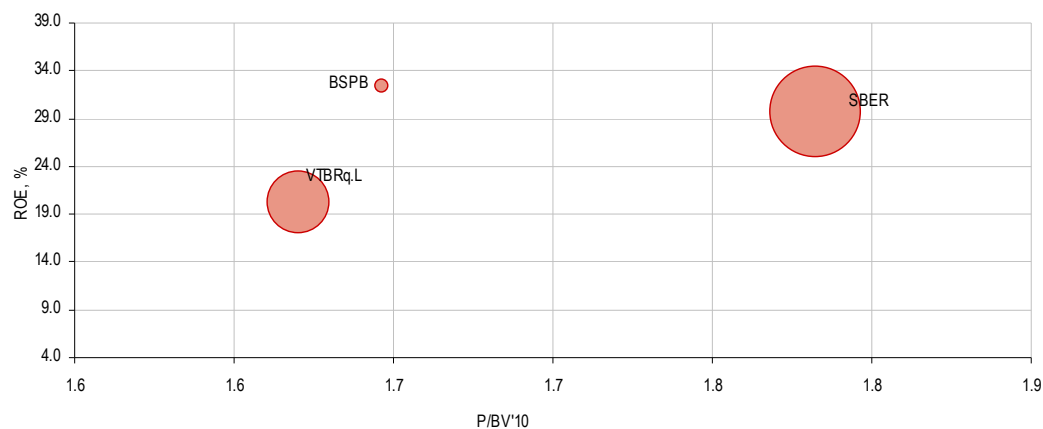
Финансовые показатели компаний сектора

	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

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Виталий Купеев
Kupcev_VS@mmbank.ru

Потребительский сектор

Затишье после бума

После блестящего роста в прошлом году в январе динамика акций потребительского сектора и розничной торговли несколько отстала от общего роста рынка. Бумаги компаний сектора в среднем снизились на 1 %, тогда как индекс РТС прибавил 9 %.

Небольшая коррекция акций крупнейших продуктовых ритейлеров (Х5 и Магнита), на наш взгляд, создает неплохую возможность для покупки с расчетным потенциалом роста до конца года на 28 % и 18 % соответственно.

Из менее ликвидных акций сектора нам по-прежнему нравятся бумаги Дикси и М.Видео. Несмотря на небольшое ralli в обеих акциях после публикации операционных результатов за прошлый квартал, потенциал роста в их бумагах сохраняется в пределах 14 %-20 %.

Мы сохраняем наш долгосрочный позитивный взгляд на бумаги Синергии, однако отмечаем, что выпуск новых акций компании в рамках реализации преимущественного права акционеров по цене несколько ниже рыночной создает в краткосрочном периоде избыток предложения бумаг на рынке и будет оказывать давление на котировки.

Основные тенденции

Небольшое увеличение потребительской уверенности в 4-м квартале

В январе Росстат опубликовал ежеквартальные данные по уровню потребительской уверенности населения. По данным Росстата, индекс потребительской уверенности, который показал снижение в 3-м квартале после пяти кварталов непрерывного роста, по итогам 4-го квартала показал умеренный рост на 1 пункт до -10 %. На наш взгляд, более существенный рост уверенности потребителей сдерживает ускорение инфляции, вызванное резким повышением цен на продукты питания вследствие засухи и вследствие этого замедление роста реальных располагаемых доходов.

Розничная торговля

Несмотря на весьма умеренные макроэкономические тенденции последних месяцев, операционные результаты ритейлеров продовольственных и непродовольственных товаров за 4-й квартал подтвердили достаточно высокие ожидания рынка об ускорении роста вследствие расширения торговых площадей, восстановления покупательского спроса и ускорения инфляции, наблюдаемое с середины 3-го квартала. Продажи сопоставимых магазинов (LFL) у всех продуктовых ритейлеров показали заметное ускорение роста в 4-м квартале за счет роста среднего чека, а число открытий новых магазинов стало рекордным за всю историю компаний. Мы отмечаем, что в целом результаты находятся в рамках наших ожиданий, однако выделяем следующие основные моменты для каждой из компаний.

Магнит. Чистая выручка Магнита увеличилась в декабре на 50 % год к году на фоне рекордного числа открытий новых магазинов (177 дискаунтеров и 12 гипермаркетов) и ускорения роста продаж в сопоставимых магазинах (+18% в 4 кв. 2010 г.) за счет более высокой инфляции и эффекта низкой базы прошлого года.

X5 Retail Group. Из позитивных тенденций, наблюдаемых в 4-м квартале, мы выделяем увеличение LFL-продаж за счет роста среднего чека по всем форматам, что отражает ускорение инфляции на продукты питания, а также наметившуюся тенденцию к покупке более дорогих товаров потребителями, что было наиболее заметно в продажах сегмента «супермаркет». Аналогично Магниту к концу года Х5 резко увеличила число открытий новых магазинов. В 4-м квартале компания открыла 179 новых магазинов, что превышает наш прогноз за счет большего числа дискаунтеров. Мы отмечаем, что магазины, открытые в 4-м квартале, не успели повлиять существенно на выручку Х5 в 2010 г., однако в сочетании с дальнейшим ускорением развития сети создают хорошую платформу для роста продаж в 2011 г.

Дикси. Мы отмечаем, что результаты компании за 2010 год свидетельствуют о выполнении собственных прогнозов менеджмента по темпам роста выручки и числу открытий магазинов несколько изменило отношение инвесторов к акциям компании, вследствие чего дисконт в оценке к Х5 и Магниту по мультипликатору '11 EV/EBITDA сократился до 27% с 35 % в начале

декабря.

Анонсированная сделка по приобретению сети «Виктория» сможет существенно увеличить масштабы бизнеса Дикси в Московском регионе, Санкт-Петербурге и области, а также выйти на новые рынки Калининградской и Тульской областей. Основной положительный эффект даст экономия от масштаба вследствие оптимизации закупочных условий и логистики, а также сокращения операционных расходов на уровне головного офиса. Оценка бизнеса «Виктории» в 8.7x 2011P EV/EVITDA, предусматривает дисконт в 6 % к оценке самой Дикси и 29 % к среднему значению мультипликатора российских продуктовых сетей, что, на наш взгляд, создает дополнительную стоимость для акционеров Дикси. Основные риски мы видим в интеграции бизнеса Виктории, а также в возможности ДИКСИ успешно управлять магазинами новых форматов («супермаркет» и магазинами «у дома»).

Потребительские товары

Основными драйверами в акциях компаний потребительского сектора в январе были скорее события корпоративного характера, нежели операционные данные за 4-й квартал.

Синергия. Не успев полностью отреагировать на блестящий рост продаж в 4-м квартале (+22 % в натуральном выражении год к году), акции компании оказались под давлением на новостях о цене размещения новых бумаг, предлагаемых акционерам компании по преимущественному праву. Так как размещение новых акций происходит по цене ниже текущей рыночной, мы ожидаем, что давление на бумаги компании продолжится в краткосрочном периоде.

Фармстандарт. В январе компания объявила сразу о двух корпоративных событиях – решении выкупить до 4.9 % собственных акций, а также о приобретении небольшого фармпроизводителя на Украине. Оба события были восприняты рынком позитивно. В то же время, мы не видим краткосрочных катализаторов для бумаг компании. Выпуск операционных результатов за 4-й квартал, запланированный на 15 февраля, также вряд ли станет таким событием. Мы ожидаем, что из-за роста продаж собственных препаратов в 3-м квартале более чем на 50 % год к году вследствие повышенного спроса со стороны дистрибьюторов накануне сезона эпидемии ОРВИ и гриппа, и эффекта высокой базы прошлого года, показатели в 4-м квартале 2010 г. могут быть весьма скромными.

Вимм-Билль-Данн. В конце января ФАС одобрила ходатайство PepsiCo о приобретении 100 % акций Вимм-Билль-Данна. Сделка может быть завершена уже в начале февраля 2011 г., а в мае-июне 2011 г. будет осуществлен выкуп акций у миноритарных акционеров ВБД исходя из цены сделки по покупке контрольного пакета у акционеров-основателей компании (\$ 132 за акцию и \$ 33 за ADR). Учитывая отсутствие upside у ADR и небольшой потенциал роста локальных акций, а также риск изменения валютного курса за период до мая-июня, нам кажется, что лучше продать акции компании сейчас и отдать предпочтение бумагам розничных сетей.

Ключевые рекомендации

Мы обращаем внимание инвесторов на крупнейшие продуктовые ритейлеры, акции которых после коррекции с начала года в среднем на 8 % вновь представляют хороший объект для инвестирования с расчетным потенциалом роста до конца года на 18 % - 28 %.

Дисконта котировок локальных акций Магнита к GDR за последний месяц сузился до 0%, в то время как в среднем он составлял 10-15%. Мы полагаем, что спрэд в оценки акций и GDR должен расширяться до средних значений, и рекомендуем воспользоваться текущей ситуацией для покупки GDR компании.

Из менее ликвидных акций сектора мы по-прежнему сохраняем позитивный взгляд на бумаги Дикси и М.Видео. Акции этих компаний показали рост с начала года на 13 % и 4 % соответственно после публикации неплохих операционных результатов на 4-й квартал 2010 г. Учитывая, что потенциал роста котировок бумаг до конца года составляет 14-20 %, мы сохраняем нашу рекомендацию «покупать». На наш взгляд, оценка сети «Виктория» выглядит достаточно привлекательной, а сама сделка создает дополнительную стоимость для акционеров Дикси.

Из компаний потребительского сектора нам по-прежнему нравятся акции Синергии. Однако мы отмечаем, что выпуск новых акций компании в рамках реализации преимущественного права акционеров по установленной компанией цене в \$ 44 (1 320 руб.)/акцию создает в краткосрочном периоде избыток предложения бумаг на рынке и может оказывать давление на котировки акций.

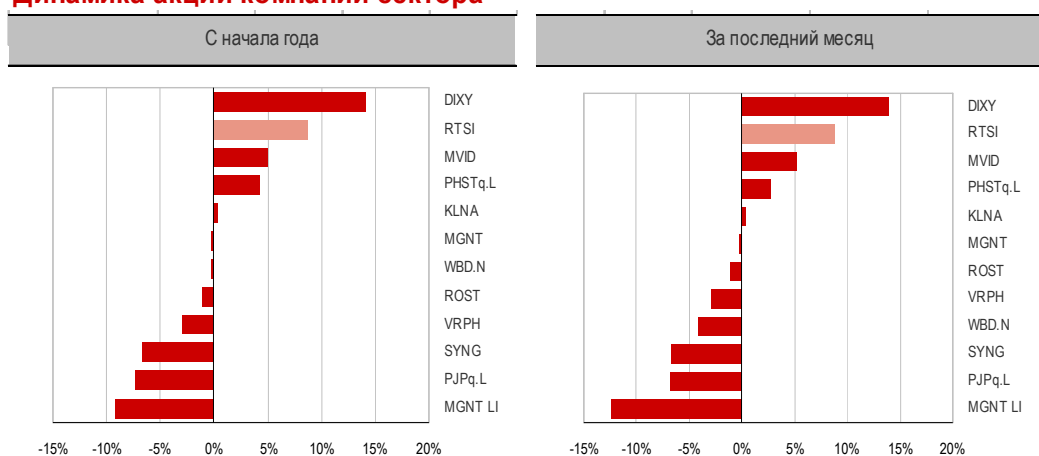
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Розничные сети									
X5	PJPq.L	43	11 615	31.8	1.1	14.3	55	28%	покупать
Магнит (локальные)	MGNT	132	11 788	33.5	1.6	19.1	136	3%	держать
Магнит (GDR)	MGNT LI	26.6	11 834	33.6	1.6	19.2	31.3	18%	покупать
M-Видео	MVID	9.2	1 649	27.6	0.5	10.8	11.0	20%	покупать
Дикси	DIXY	14.8	1 242	143.6	0.7	13.4	16.8	14%	покупать
Росинтер	ROST	24	385	33.7	1.3	11.8	23	-3%	продавать
Продукты питания и напитки									
Вимм-Билль-Данн	WBD.N	32.85	5 782	44.3	2.6	21.1	33	0%	держать
Синергия	SYNG	45.01	982	15.8	1.5	8.8	55	22%	покупать
Фармацевтика и косметика									
Фармстандарт	PHSTq.L	29.70	4 490	19.8	5.0	13.6	30	1%	держать
Верофарм	VRPH	48.42	484	11.5	2.7	7.9	50	3%	держать
Калина	KLNA	28.57	241	9.7	0.7	5.6	32.0	12%	держать

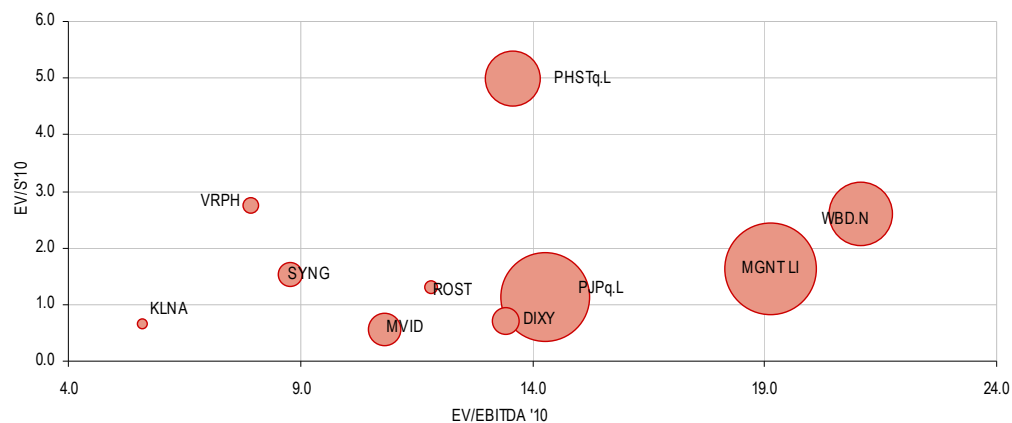
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П
Розничные сети									
X5	8 717	13 374	16 702	736	1 040	1 260	165	365	457
Магнит (локальные)	5 354	7 761	11 275	509	655	929	278	352	437
Магнит (GDR)	5 354	7 761	11 275	509	655	929	278	352	437
M-Видео	2 305	2 842	3 373	101	142	181	32	60	81
Дикси	1 710	2 145	2 723	88	112	162	-3	9	36
Росинтер	269	330	379	25	36	45	-9	11	19
Продукты питания и напитки									
Вимм-Билль-Данн	2 181	2 547	2 876	307	312	363	117	130	151
Синергия	568	694	792	92	120	144	34	62	89
Фармацевтика и косметика									
Фармстандарт	758	877	977	303	321	359	215	227	256
Верофарм	138	174	198	44	60	67	35	42	49
Калина	457	505	554	49	59	61	13	25	29

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Автомобилестроение

Новые вызовы

Несмотря на хорошее начало года, о чем свидетельствуют опубликованные в начале февраля данные по январским продажам, российское автомобилестроение получило новый вызов – очередной пересмотр цен на металлы. Данное событие способно не только негативно сказаться на рентабельности производства, но и привести к падению продаж или даже остановке выпуска отдельных российских моделей. С учетом того, что спрос на российском рынке, искусственно подогреваемый стимулирующими мерами государства, пока еще не стабилизировался, отказ от выпуска собственных моделей довольно негативен для российских предприятий.

Основные тенденции

Первые данные по продажам новых автомобилей в январе отражают довольно позитивные тенденции. Уже высокие темпы роста отражены на рынке США, Франции. Как правило, рынок новых автомобилей является неплохим индикатором настроений потребителей. Хотя по итогам одного месяца делать выводы преждевременно.

Удачно год начался и для российского рынка. Исходя из отчета АвтоВАЗа, который традиционно отчитывается ранее публикации данных о российском рынке, в январе объем реализации автомобилей Lada вырос в два раза относительно января прошлого года и на 22 % относительно января 2008 г. В ближайшее время будут опубликованы полные данные по российскому рынку, которые, скорее всего, также отразят рост. Впрочем, отметим, что в январе в отчете АвтоВАЗ не раскрыл данные по продажам по программе утилизации, которые могут исказить реальное состояние рынка.

В январе появились и актуализированные прогнозы крупнейших автопроизводителей и ассоциаций относительно роста российского рынка. Как и в прошлом году, за счет увеличения срока действия программы утилизации, ожидается, что российский рынок вырастет до 2.1-2.5 млн автомобилей или на 10-20 % к уровню 2010 г. Довольно оптимистичные операционные планы ставит перед собой и менеджмент АвтоВАЗа. По предварительным данным, в 2011 г. АвтоВАЗ планирует увеличить продажи до 700 тыс. автомобилей. В наших моделях заложены более консервативные прогнозы. Тем не менее, пересмотр итогов 2011 г. не сильно влияет на оценку, которую в большей степени определяет будущий модельный ряд компании. Тем не менее, несмотря на отсутствие, по нашим оценкам, фундаментального потенциала роста, **акции АвтоВАЗа в ближайшее время в преддверии размещения допэмиссии вновь могут привлечь интерес инвесторов.**

Вместе с позитивом, связанным с итогами продаж в январе и прогнозами на весь год, январский пересмотр контрактов стал очередным поводом для конфликта российских автопроизводителей и металлургов. Начало конфликта уже послужило поводом для остановки УАЗа. Тенденция роста цен на металл (предлагается повысить на 30 %) является реальной угрозой для российских автопроизводителей, основу продаж которых составляют автомобили с низкой стоимостью. С учетом того, что рынок по-прежнему опирается на проводимые государством программы стимулирования, 20-30 % прибавки в стоимости металлов и, соответственно, примерно 7-10%-ный рост стоимости автомобиля, способны подорвать производственные планы российских предприятий.

В особенности **чувствительным к росту цен на металлы может стать Sollers**. В январе акции компании растеряли около половины декабрьских достижений, что, в том числе, было связано очередным пересмотром цен на металлы. После существенного сокращения производства собственных двигателей в прошлом году, снижение объемов и рентабельности производства УАЗа, повышает зависимость компании от продаж автомобилей иностранных брендов, собираемых на мощностях предприятия. Пока мы сохраняем наш целевой уровень и прогнозы по компании. Тем не менее, при ухудшении ситуации на российском автомобильном рынке в феврале-марте, акции Sollers могут стать наиболее чувствительными к пересмотру.

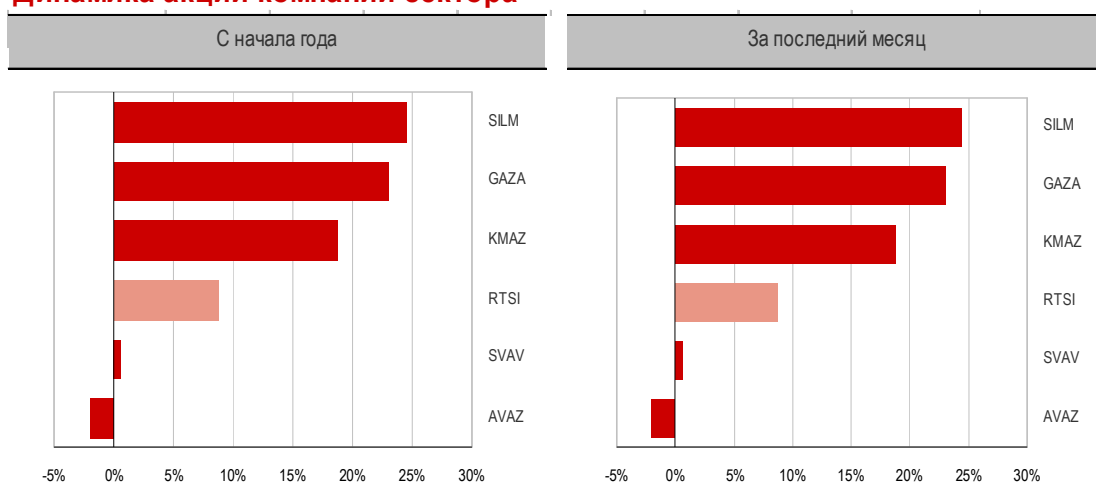
Основные рекомендации

		Цена \$	MCap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Автомобилестроение									
KAMAZ	KMAZ	2.81	1 986	отр.	0.8	16.7	2.20	-22%	продавать
АвтоВАЗ	AVAZ	1.08	1 501	12.5	0.8	7.1	0.90	-17%	продавать
ГАЗ	GAZ	45.5	843	отр.	0.5	16.4			
Sollers	SVAV	21.3	729	отр.	0.9	18.4	23.7	11%	держать
Энергетическое машиностроение									
Силовые машины	SILM	0.37	3 254	271.2	2.1	25.0	0.0		

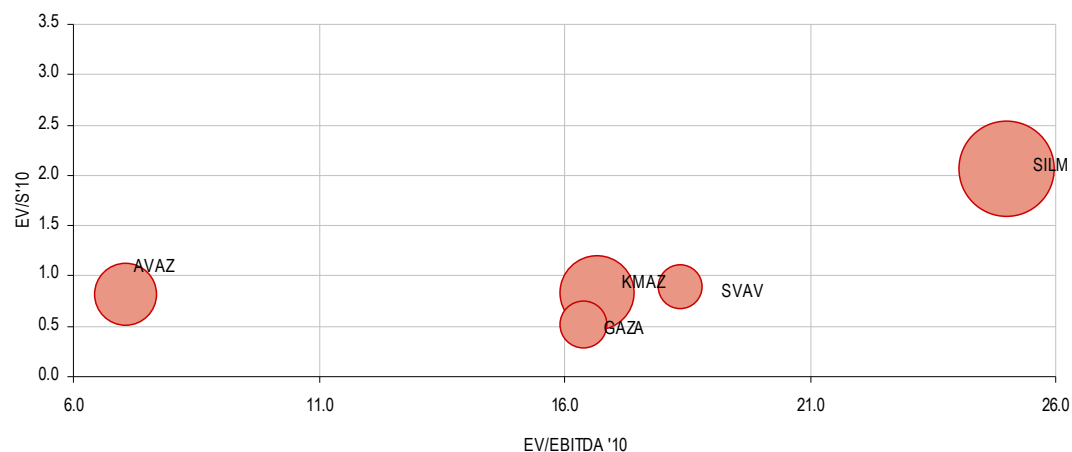
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П
Автомобилестроение									
KAMAZ	1 917	3 021	3 626	26	151	189	-71	-5	10
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
Энергетическое машиностроение									
Силовые машины	1 592	1 489	1 709	158	122	160	41	12	10

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Волов Юрий, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Минеральные удобрения

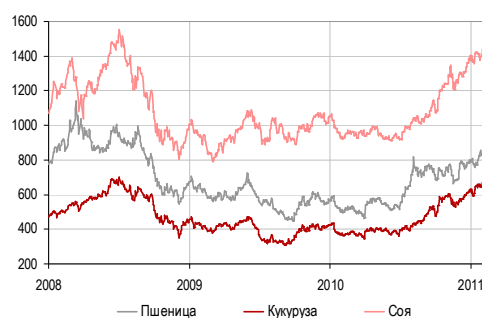
Поможет ли дорогое продовольствие?

Основным итогом января для сектора минеральных удобрений стал резкий взлет котировок Акрона, который, впрочем, вряд ли связан с общеотраслевыми факторами. Хотя фундаментальная ситуация для сектора остается достаточно благоприятной, мы склонны считать, что будущий рост цен на удобрения уже «в цене» бумаг их производителей.

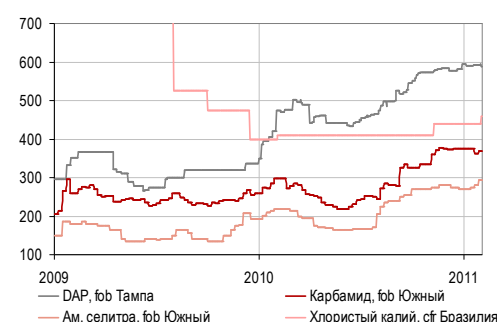
Основные тенденции

На рынках сельхозпродукции продолжается настоящее ралли, подкрепляемое, как в прошлом году, природными катаклизмами в различных регионах мира (на этот раз одним из основных катализаторов стало наводнение в Австралии). Цены на основные биржевые сельскохозяйственные культуры – пшеницу, кукурузу и сою – уже приближаются к докризисным максимумам, т. е. к уровням, когда мир активно обсуждал феномен инфляции.

Цены на основные виды с/х товаров,
ф./бушель



Цены на основные виды минеральных
удобрений



Источники: Bloomberg, оценки Аналитического департамента

Банка Москвы

На этом фоне создаются очевидные предпосылки для роста цен на минеральные удобрения, стоимость которых по-прежнему в 2-2.5 раза ниже пиковых уровней 2008 г. При этом для азотных и фосфорных удобрений дополнительным фактором поддержки должны выступить растущие цены на энергоносители, увеличивающие издержки производителей минеральных удобрений в развитых странах мира.

Впрочем, все эти рассуждения пока относятся к разряду теоретических, а факт состоит в том, что в отличие от рынков сельхозпродукции ралли на рынках минеральных удобрений в последние недели не наблюдается. И если в других сырьевых отраслях (нефть, черные и цветные металлы, уголь) мы говорим о том, что сохранение текущих котировок на рынке основной продукции может привести к существенному повышению таргетов по покрываемым нами компаниям, то на рынке минеральных удобрений для оправдания более высоких таргетов необходим более заметный рост цен.

Ключевые рекомендации

В настоящий момент в секторе минеральных удобрений мы не рекомендуем к покупке ни одной ликвидной бумаги. Наше отношение к сектору может измениться, если рост цен на рынках сельхозпродукции все же материализуется в увеличение стоимости удобрений.

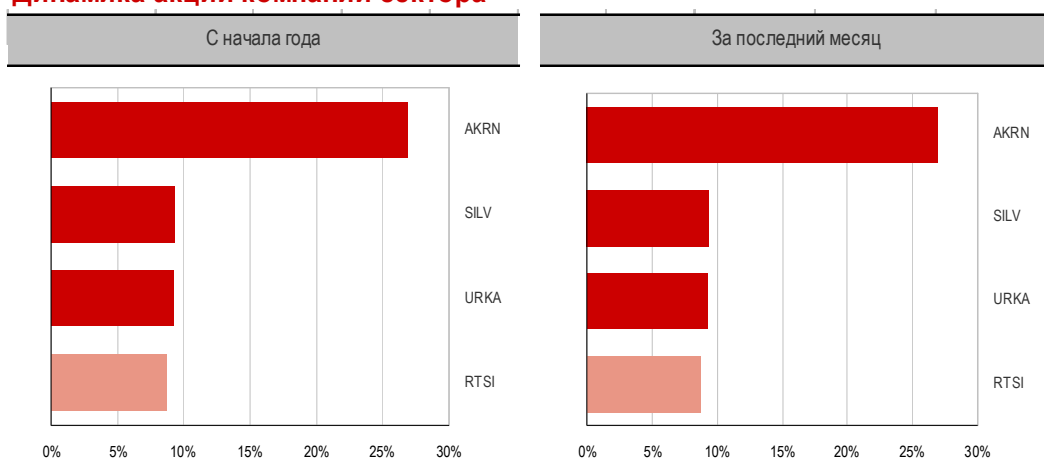
Основные рекомендации

		Цена \$	МСap млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Сильвинит	SILV	985	7 710	10.7	6.0	9.2	978	-1%	продавать
Акрон	AKRN	47.2	2 249	13.3	2.1	10.2	35.8	-24%	продавать
Уралкалий	URKA	7.84	16 649	26.1	9.1	18.3	7.33	-6%	продавать

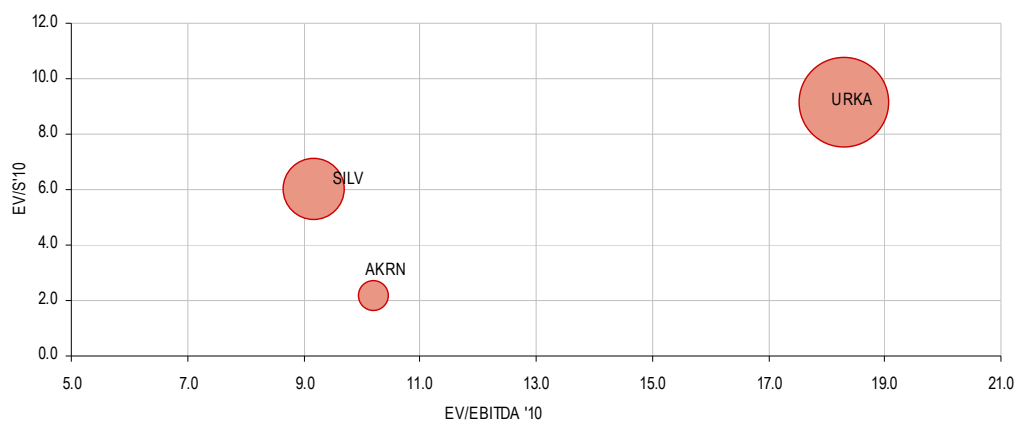
Финансовые показатели компаний сектора

		Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
		2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П
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
Уралкалий		1 064	1 853	3 894	515	926	2 274	286	639	1 606

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора



Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Транспорт

Год испытаний

Для российской авиатранспортной отрасли начинается довольно непростой год. Очередной взлет цен на нефть на фоне ожидаемого замедления роста рынков, усиливается неприятными событиями конца прошлого – начала текущего годов. Ухудшение конъюнктуры уже нашло свое отражение в бумагах крупнейшего российского авиаперевозчика – Аэрофлот.

Основные тенденции

Текущий год начинается весьма сложно для транспортной отрасли. Проблемы конца прошлого года, связанные с отменой рейсов российских авиакомпаний в начале года были усилены террористическим актом в крупнейшем российском аэропорте – Домодедово, что, оказало негативное влияние на развитие отрасли. Последние события, по нашему мнению, отразятся на компаниях в среднесрочной перспективе. Потенциальный ущерб авиакомпаний мы связываем не столько с расходами на компенсации пассажирам, пострадавшим от задержек рейсов, сколько с увеличением стимулирующих программ, направленных на повышение лояльности к авиакомпаниям, росту расходов на обслуживание пассажиров и т.д. С начала текущего года, ряд крупнейших российских авиакомпаний, во главе с Аэрофлотом, уже запустили программы восстановления лояльности пассажиров. Отметим, что вместе с трагическими событиями, новый год начинается на фоне высоких цен на нефть. Удорожание топлива происходит на фоне ожидаемого замедления темпов роста мирового рынка авиаперевозок.



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Тем не менее, несмотря на довольно мрачное начало нового года, мы не ожидаем сохранения негативной динамики в бумагах российских авиакомпаний. Во многом, модель бизнеса российских перевозчиков строится на внутреннем рынке, потенциал которого в среднесрочной перспективе оценивается крайне высоко. В силу особенности внутреннего рынка, влияние последних событий вряд ли будет иметь продолжительные последствия. Кроме того, с учетом традиционной продажи билетов на первые месяцы года заблаговременно, потеря лояльности вряд ли станет заметна ранее апреля-мая, когда будут опубликованы данные за февраль-март. Менее существенное влияние на крупнейшие российские авиакомпании оказывает и рост цен на нефть. Во-первых, рост цен на нефть определяет не только расходную базу российских авиакомпаний, но и доходы основных потребителей, а во-вторых, удорожание топлива ускоряет процесс внутренней консолидации.

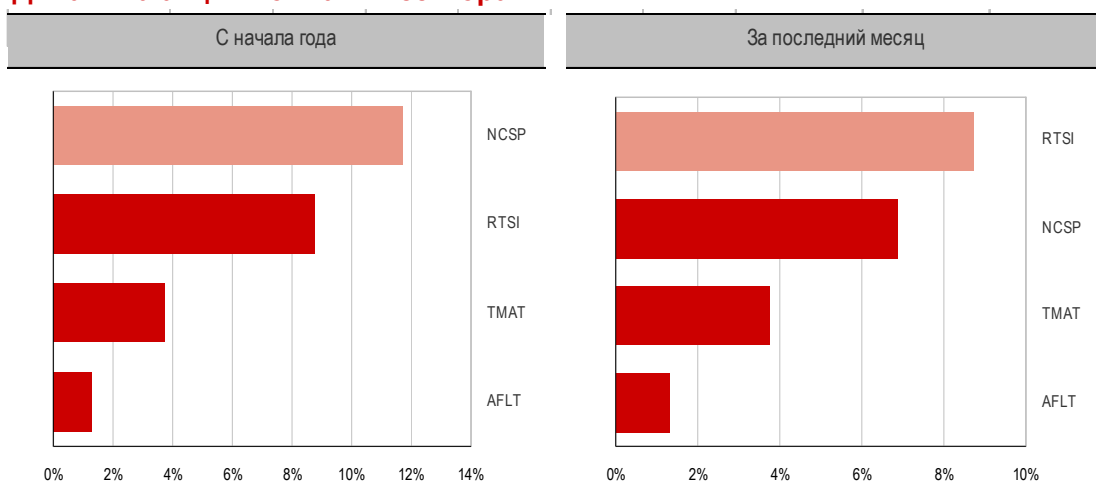
Основные рекомендации

		Цена \$	МСар млн. \$	P/E 10	EV/S 10	EV/EBITDA 10	Цель \$	Потенциал	Рекомендация
Авиаперевозки									
Аэрофлот	AFLT	2.64	2 936	32.6	1.0	8.0			
Ютэйр	TMAT	0.55	320	35.1	0.7	13.1			
Морские перевозки									
НМТП	NCSP	11.2	2 868	13.0	4.3	7.3			

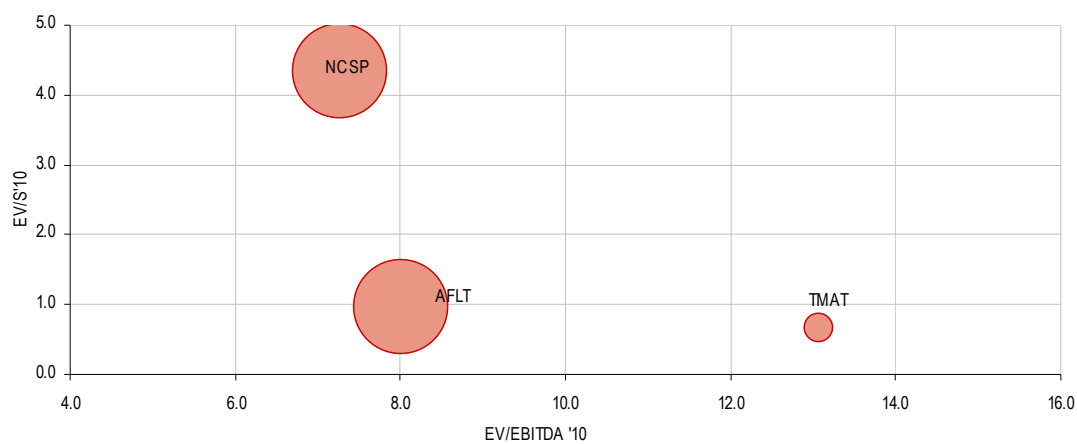
Финансовые показатели компаний сектора

	Выручка млн. \$			EBITDA млн. \$			Чистая прибыль млн. \$		
	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П	2009	2010 П	2011 П
Авиаперевозки									
Аэрофлот	3 272	3 828	4 402	378	464	572	48	90	119
Ютэйр	792	911	0	20	46	0	2	9	0
Морские перевозки									
НМТП	675	728	0	428	435	0	250	221	0

Динамика акций компаний сектора



Оценка компаний сектора





Контактная информация

Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank of Moscow Research @mmbank.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, экономика

Кирилл Тремасов, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Воллов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ

Денис Борисов, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Сергей Вахрамеев, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru

Металлургия, Химия

Юрий Воллов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Андрей Кучеров

Kuchеров_AA@mmbank.ru

Финансовый сектор

Егор Федоров

Fedorov_EY@mmbank.ru

Потребсектор

Виталий Купеев

Kupeev_VS@mmbank.ru

Телекоммуникации

Кирилл Горячих

Goryachih_KA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Егор Федоров

Fedorov_EY@mmbank.ru

Юрий Нефедов

Nefedov_YA@mmbank.ru

Анастасия Сарсон

Sarson_AY@mmbank.ru

Екатерина Горбунова

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.