



время
избирательного
подхода

стратегия 2011

Стратегия 2011

ВРЕМЯ ИЗБИРАТЕЛЬНОГО ПОДХОДА

Инвестиционное заключение

Дальнейшее стимулирование экономик развитых стран через низкие процентные ставки будет способствовать тому, что направление движение капитала будем таким же, как и сейчас, из стран с низкой инфляцией и темпами роста в страны с высокими темпами роста и инфляцией, туда, где отдача на капитал существенно выше. Также сохранится приток капитала на рынок сырья, который выигрывает от обесценения доллара и роста потребления в развивающихся странах. Ускорение инфляции в развивающихся странах будет позитивным сигналом для акций и негативным для долгового рынка, при этом ужесточение монетарной политики в этих странах будет способствовать росту курса национальных валют по отношению к доллару.

Акции интереснее облигаций. 2010 год стал однозначно годом облигаций. Доходности снижались, спреды сужались, ликвидность в основном направлялась на долговой рынок. Ускорение инфляции, рост процентных ставок (в России) и нестабильность рубля отрицательным образом скажутся на рынке рублевых облигаций. Рынок российских евробондов сохранит свою привлекательность на фоне сужения спреда к бондам стран аналогов, однако потенциал роста доходности здесь ограничен. В 2011г. мы рекомендуем сделать ставку на акции.

В 2011г. рынок акций стран БРИК продолжит оставаться привлекательным на фоне высоких темпов роста экономики и низкого уровня проникновения большинства товаров и услуг. Наиболее интересным рынком с точки зрения недооцененности будет российский рынок, который способен сократить свой традиционный дисконт к сопоставимым странам.

Базовый сценарий. В нашем базовом сценарии мы предполагаем сохранение низких процентных ставок ведущими мировыми центральными банками, что будет способствовать сохранению высокой ликвидности и притоку капитала на развивающиеся рынки. При этом на рынок будут с одной стороны давить долговые проблемы развитых стран, в особенности периферийных стран Европы, с другой стороны рост потребления в развивающихся странах будет толкать цены на сырьевые товары вверх. Российская экономика будет расти умеренными темпами около 3-3.5% в год, при этом ускорится инфляция до 9.5%-10%. Планирующаяся масштабная приватизация и связанная с этим PR кампания, а также вступление России в ВТО будут способствовать сокращению дисконта российского рынка к рынкам развивающихся стран до средних значений 2002-2008гг.

Наш прогноз по индексу РТС 2150 пунктов на конец 2011г. Данный прогноз построен на реализации тенденций, которые мы изложили в нашем базовом сценарии развития событий в 2011г. Мы разделяем мнение, что следующий год должен стать довольно благоприятным для российского рынка при этом в течение года возможна высокая волатильность.

Российский рынок акций

Ключевые показатели

Капитализация (млн.)	665
Капитализация/ ВВП, %	48%
Индекс РТС (текущий)*	1744
Индекс РТС (на конец 2011г.)	2150
Потенциал роста, %	23%
P/E 2011	9.1

* на 16.12.2010

Источник: расчеты Прайм Марк

Российская экономика

Основные предположения	2011
Рост ВВП, %	3.5%
Инфляция, %	9.8%
Средняя цена на Urals, \$/баррель	84
Средний курс руб./ доллар	31.2
Средний курс руб./ евро	39.5

Источник: расчеты Прайм Марк

Фокус лист на 2011г.

	Текущая цена*, \$	Потенциал роста, %
Банки		
Сбербанк	3.51	25%
Банк Возрождение	42.2	21%
Нефть и газ		
Башнефть	44.0	26%
Телекомы		
МТС	8.24	65%
Металлургия		
Выкс.мет.завод	1466	51%
Петропавловск	727	28%
High River Gold	1.18	37%
Мин.удобрения		
Сильвинит прив.	347	80%
Потреб.сектор		
X5	42.5	18%
Дикси	13.3	20%
Электроэнергетика		
МРСК Холдинг	0.18	7%
Транспорт		
Аэрофлот	2.65	20%
FESCO	0.50	164%
Машиностроение		
Улан-Удэн. авиа.завод	2.23	25%
Недвижимость		
Группа ЛСР	9.20	38%

* на 15.12.2010

Источник: расчеты Прайм Марк

Дисбалансы в мировой экономике по-прежнему очень сильны. Антикризисные меры, предпринимаемые ведущими странами, привели лишь к временной стабилизации. Успешность выхода из кризиса и сбалансированность будущего роста зависят от того, как мировая экономика справится с текущими дисбалансами. Основные дисбалансы перекредитованность и потребление в долг в развитых странах с одной стороны и избыточные резервы и высокая норма сбережений в развивающихся странах с другой.

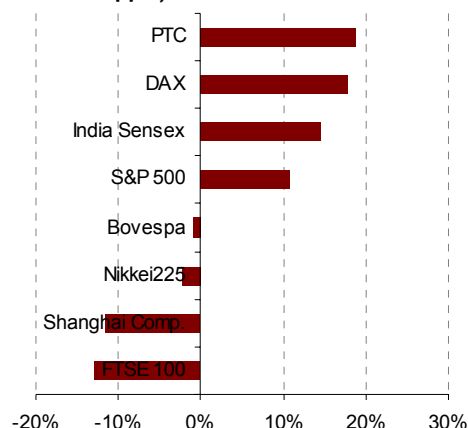
Европейские неурядицы способны сдержать рост глобальных рынков. Здесь основные события произойдут в первом полугодии. Новыми кандидатами на возникновение проблем с ликвидностью после Греции и Ирландии являются Португалия и Испания. Тем не менее, согласованные действия ЕЦБ и правительств европейских стран способны затушить разгорающееся беспокойство инвесторов.

На сырьевом рынке ожидается продолжение восходящей динамики. Поток ликвидности на сырьевой рынок, отражающий растущие инфляционные ожидания, продолжится. Тем не менее, растущие цены будут стимулировать производителей загружать недозагруженные мощности, что приведет к более плавному росту цен. Наиболее шаткий баланс наблюдается в промышленных металлах, которые во многом зависят от потребления в Китае и в случае окончания фазы затоваривания цены на них могут существенно скорректироваться. Наибольший потенциал роста до своих исторических максимумов в реальном выражении имеют углеводородное сырье и продовольственные товары.

Ставка на валюты развивающихся стран. Мы прогнозируем, что европейская валюта будет изменяться в коридоре 1.20-1.40 в следующем году, при этом в первой половине следующего года евро будет ближе к нижней границе коридора, а во второй половине ближе к верхней. Долговые проблемы европейских стран будут оказывать понижающее давление на курс евро, одновременно с этим положительно отражаясь на странах экспортерах, таких как Германия. Наиболее привлекательными в следующем году будут валюты развивающихся стран на фоне роста процентных ставок. Юань в следующем году может укрепиться на 5-10%.

Мы по-прежнему рекомендуем золото. Растущий инвестиционный спрос, покупки со стороны центральных банков развивающихся стран, ограниченность предложения, использование в качестве натурального хеджа, все это делает золото привлекательным в глазах инвесторов. Мы ожидаем продолжения восходящей тенденции цен на золото до тех пор, пока центральные банки развитых стран не начнут ужесточать монетарную политику. Другим драгоценным металлом, сильно отстававшим в своей динамике в прошедшем году и способным наверстать упущенное в следующем, мы считаем платину.

Динамика фондовых индексов с начала года*, %



* на 15.12.2010

Долги ведущих развитых стран, % от ВВП

	2010	
	Чистый долг	Совокупный долг
США	66%	93%
Еврозона	67%	84%
Германия	59%	75%
Франция	75%	84%
Италия	99%	118%
Япония	121%	226%
Великобритания	69%	77%

Источник: МВФ, расчеты Прайм Марк

Значение P/E ведущих индексов

	2010	2011
PTC	8.71	7.42
FTSE 100	12.0	10.3
DAX	12.0	11.0
Bovespa	13.2	10.6
S&P 500	14.5	12.8
Shanghai Comp.	16.6	13.7
India Sensex	18.8	15.6
Nikkei225	18.1	15.9

Источник: Bloomberg

Государство продолжит стимулировать потребительский спрос через повышение социальных расходов в предвыборный год. По сути, вот уже на протяжении нескольких лет государство увеличивает частное потребление за счет сокращения инвестиций. Это, естественно, будет очень выгодно компаниям, ориентированным на внутренний рынок, в особенности таким секторам как розничная торговля и телекомы, которые могут относительно легко переключать рост затрат на конечных потребителей.

Наиболее перспективные сектора на российском фондовом рынке с точки зрения роста бизнеса – банковский и потребительский сектор и телекомы. С точки зрения недооценки одними из самых привлекательных являются акции Газпрома, который торгуется со значительным дисконтом к своим аналогам.

В банковском секторе есть как краткосрочные, так и долгосрочные факторы роста. Среди краткосрочных факторов можно выделить рост чистой процентной маржи и частичный роспуск резервов. Среди долгосрочных – низкий охват банковскими услугами, что поможет сектору расти быстрее экономики в целом. Лучшей ставкой на рост сектора мы считаем розничные банки, главным среди которых, безусловно, является Сбербанк. Среди банков второго эшелона мы выделяем Банк Возрождение

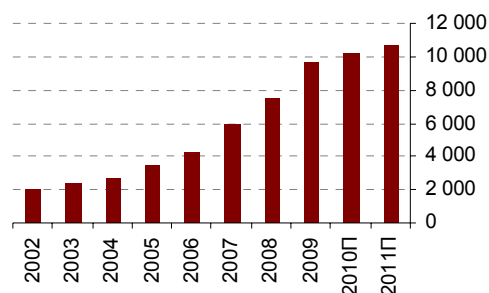
Среди телекомов мы выделяем МТС. Рост доходов населения являющийся одним из ключевых приоритетов российского правительства поддержит выручку мобильных операторов. Мы выделяем МТС, которая по своим мультипликаторам является одной из самых дешевых компаний ориентированных на внутренний рынок.

Рост налоговой нагрузки на сырьевой сектор делает его все менее привлекательным. Возможно, единственным приятным исключением станет Газпром, сильно отстававший от индекса два последних года.

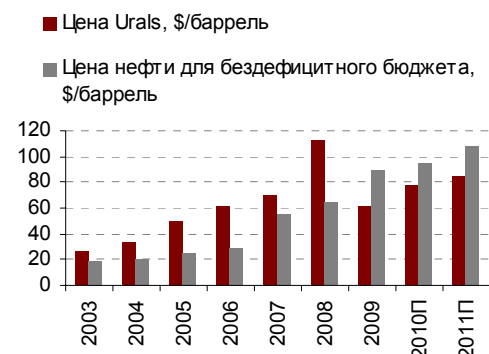
Следующий год будет годом консолидации сектора электроэнергетики. 2011 год, возможно, будет отмечен самой масштабной консолидацией, которая когда-либо происходила в секторе. Одним из наиболее активных участников этих сделок, вероятно, станет Интер РАО, которое в настоящее время находится в процессе размещения допэмиссии объемом \$21 млрд. долл.

Среди инструментов с фиксированной доходностью мы рекомендуем еврооблигации российских банков со средней дюрацией. Наиболее привлекательные эмитенты Сбербанк, Альфабанк и Промсвязьбанк.

Расходная часть бюджета, млрд.руб.



Российский бюджет и нефть



Содержание

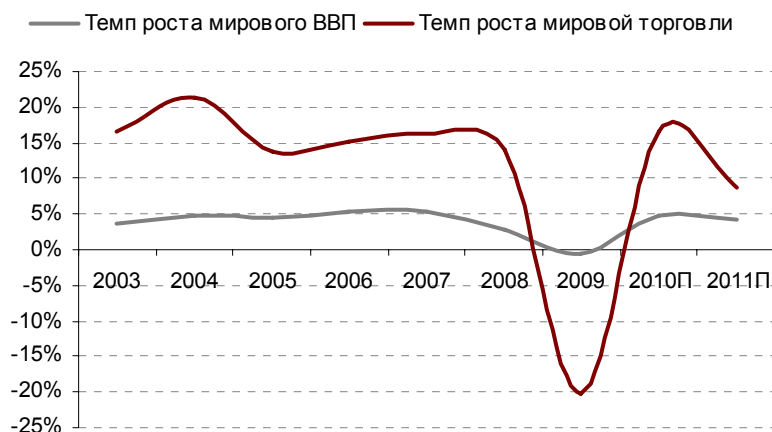
Макроэкономическая конъюнктура	5
Прогнозы на 2011 год	9
Макроэкономическая ситуация в США	14
Макроэкономическая ситуация в Евросоюзе	16
Макроэкономическая ситуация в Китае	19
Макроэкономическая ситуация России	22
Конъюнктура товарных рынков	26
Нефть и газ	28
Промышленные металлы	30
Драгоценные металлы	31
Российский долговой рынок	34
Российский фондовый рынок	36
Нефтегазовый сектор	39
Банки	42
Черная металлургия	44
Цветная металлургия	46
Транспорт	47
Электроэнергетика	48
Потребительский сектор	48
Телекоммуникации	50
Минеральные удобрения	54
Машиностроение	55

Макроэкономическая конъюнктура

Мировая экономика вот уже более года находится в фазе восстановления. По подсчетам МВФ в 2010г. мировой ВВП вырос на 4.8% год-к-году, после снижения на 0.6% в 2009г. Локомотивами роста стали развивающиеся страны, показавшие темпы роста ВВП выше 7%, в то время как темп роста ВВП западных стран составил 2.7%. Мировой ВВП (номинальный) в 2010г. составил около \$62 трлн., превысив уровень 2008г. на 1%. Объем мировой торговли составил \$18.3 трлн., увеличившись по сравнению с прошлым годом на 16.4%.

Мировая экономика и торговля восстанавливаются, но темпы роста могут немного снизиться в следующем году.

График. Рост мирового ВВП и торговли



Источник: МВФ

Продолжительность рецессии удалось сократить благодаря антикризисным действиям мировых правительств и центральных банков. Активная государственная поддержка экономики уже привела к тому, что большая часть стран развитого мира столкнулись с огромными бюджетными дефицитами и ростом госдолга. Некоторая часть долгов частного сектора была постепенно национализирована по мере того, как государства спасали свою банковскую систему. Это привело к значительному росту рисков по суверенному долгу, так как платежеспособность большинства развитых стран, особенно периферийных стран Европы, резко ухудшилась. Необходимость сокращения госдолгов уже привело к тому, что большинство развитых стран, включая США, намерены существенно урезать госрасходы в попытке минимизировать бюджетные дефициты, что может отрицательным образом сказаться на темпах экономического роста этих стран.

Снижение гос. расходов отрицательным образом скажется на темпах роста экономик развитых стран.

Напуганные угрозой рецессии, растущей безработицей и возможностью сползания в дефляцию ведущие мировые центральные банки, в особенности ФРС, проводят ультра-мягкую монетарную политику. В отличие от налогово-бюджетной сферы, где возможность стимулирования экономики почти исчерпана, монетарные власти продолжают проводить политику "дешевых денег", тем самым, стимулируя экономику. Такая политика приводит к значительным притокам капитала на развивающиеся рынки, вызывает рост цен на активы, формируя пузыри и способствуя росту курсов национальных валют развивающихся стран.

Но мягкая монетарная политика продолжит поддерживать рынки.

Дисбалансы в мировой экономике по-прежнему очень сильны. Антикризисные меры, предпринимаемые ведущими странами, привели лишь к временной стабилизации. Успешность выхода из кризиса и сбалансированность будущего роста зависят от того, как мировая экономика справится с текущими дисбалансами.

Основные диспропорции:

- Перекредитованность западных стран и потребителей с одной стороны, избыточное накопление в развивающихся странах с другой.
- Избыточное потребление в развитых странах с одной стороны, искусственно заниженный спрос в развивающихся с другой.

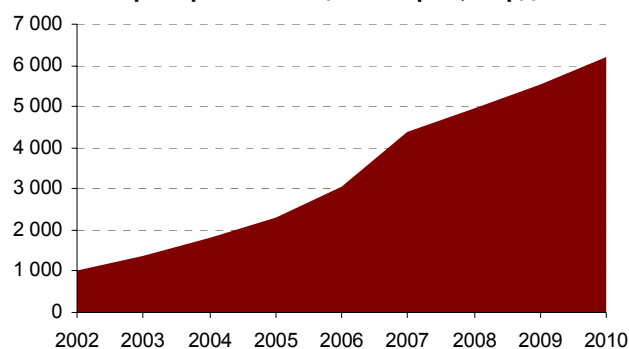
Цена уменьшения диспропорций – сокращение потребления в США, делевереджинг западных стран, и отказ от курсового протекционизма в развивающихся в странах, особенно в Китае. Все это может привести в начале к сокращению экономического роста в этих странах.

Таблица. Долги ведущих развитых стран, % от ВВП

	2004		2010	
	Чистый долг	Совокупный долг	Чистый долг	Совокупный долг
США	42	61	66	93
Еврозона	55	70	67	84
Германия	51	66	59	75
Франция	55	65	75	84
Италия	88	104	99	118
Япония	83	178	121	226
Великобритания	36	40	69	77

Источник: МВФ, расчеты Прайм Марк

Резервы развивающихся стран, млрд. \$

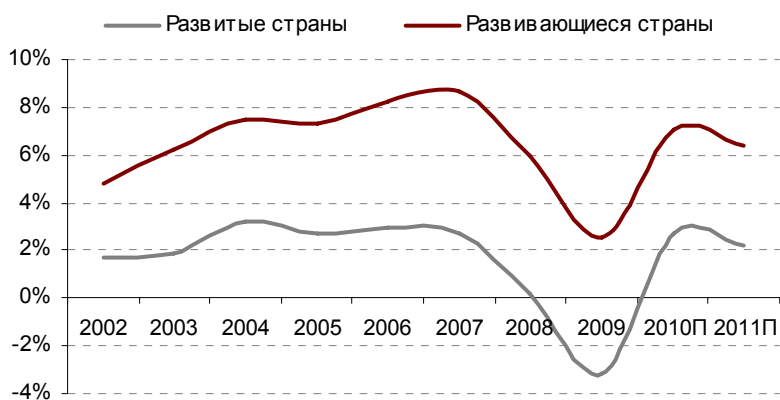


В 2008г. накопленные диспропорции в мировой экономике достигли критической массы. Финансовый кризис был необходим мировой экономике для того, чтобы сгладить существующие дисбалансы. Диспропорции, особенно в развитых странах, сокращаются. Избыточная долговая нагрузка западных домохозяйств, ставшая одной из главных причин недавнего финансового кризиса, заставляет западных потребителей снижать расходы и долговую нагрузку. Потребление также сокращается на фоне высокого уровня безработицы и снижения уровня гос.расходов.

Выправить положение западных стран могут развивающиеся страны, которые должны сократить избыточные сбережения и увеличить внутреннее потребление.

Не секрет, что большинство крупных развивающихся стран уже давно оправались от кризиса и демонстрируют высокие темпы роста ВВП. Опережающий рост ВВП развивающихся стран по сравнению с развитыми длится уже на протяжении последнего десятилетия, однако, во многом стремительный рост экономик этих стран не имел существенного влияния на рост ВВП развитых стран. Это объясняется, прежде всего, тем, что экспорт из развивающихся стран значительно превышал импорт, формируя гигантский профицит внешнеторгового баланса развивающегося мира и как обратная сторона дефицит торговых балансов развитых стран. До сих пор торговля между большинством развивающихся и развитых стран носила односторонний характер, способствуя стремительному росту развивающихся рынков.

График. Рост ВВП развивающихся и развитых стран



Источник: МВФ, расчеты Прайм Марк

Развитие внутреннего потребления в развивающихся странах поможет развернуть товарные потоки и уменьшить разбалансированность счета текущих операций между развитыми и развивающимися странами, приведшим к текущим диспропорциям в мировой торговле. Развитие внутреннего спроса на развивающихся рынках также способно положительным образом повлиять на экономический рост на Западе.

График. Баланс счета текущих операций платежного баланса, \$ млрд.



Источник: МВФ, расчеты Прайм Марк

Рост внутреннего спроса развивающихся стран (особенно Китая и Индии) и формирование в них среднего класса будет являться главным источником роста мировой экономики в средне и долгосрочной перспективе. Мировая экономика больше не может опираться на переэкредитованного американского потребителя.

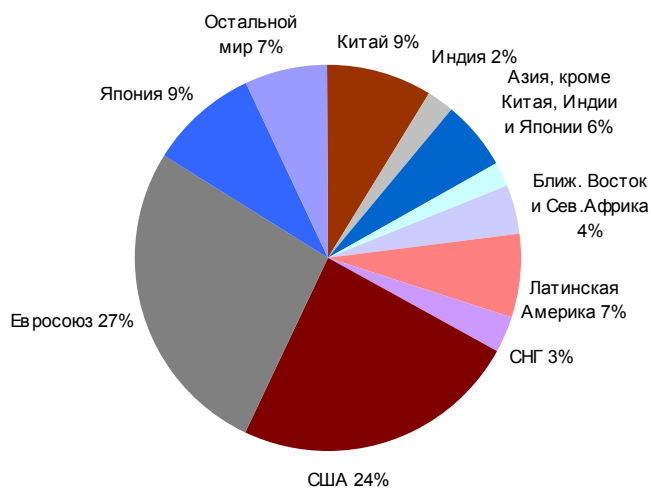
График. Темпы роста потребления, кв-к-кв.%



Источник: МВФ, расчеты Прайм Марк

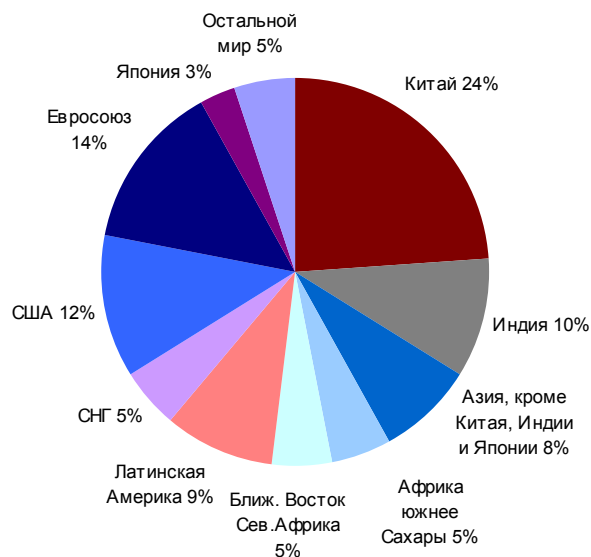
По подсчетам экономистов при сохранении текущих тенденций потребительский спрос в Китае способен обогнать спрос со стороны американского потребителя уже к 2017-2018гг. Развивающиеся рынки, которые сейчас занимают около трети мирового ВВП, ответственны за 2/3 его роста. Формируется новый мировой порядок, финансовая и экономическая мощь смещается на Восток.

График. Мировой ВВП в 2010



Источник: МВФ, расчеты Прайм Марк

График. Мировой ВВП в 2030



Источник: МВФ, расчеты Прайм Марк

Прогнозы на 2011

Мировая экономика. Мировая экономика продемонстрировала довольно высокие темпы роста ВВП в этом году. По прогнозу МВФ темп роста мирового ВВП составит 4.8% в 2010 году. Основной вклад в прирост мирового ВВП вот уже на протяжении последнего десятилетия вносят развивающиеся страны во главе с Китаем. В следующем году наш ждет замедление темпов роста ВВП на 0.5%-0.6% на фоне более высокой базы, при этом прирост ВВП может сократиться не только в развитых, но и в развивающихся странах. Однако Россия может стать исключением. МВФ и ОЭСР прогнозируют ускорения темпа роста ВВП России в 2011г. Мы не разделяем такого оптимизма и ожидаем, что темп роста российского ВВП составит около 3.5% в 2011г.

Таблица. Прогноз международных организаций по динамике ВВП

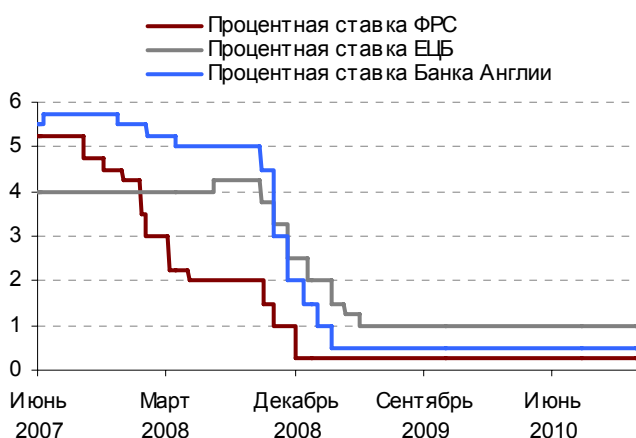
	МВФ		ОЭСР		ООН	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Мир	4.8%	4.2%	4.7%	4.2%	3.6%	3.1%
Развитые страны	2.7%	2.2%	2.8%	2.3%	2.3%	1.9%
США	2.6%	2.3%	2.7%	2.2%	2.6%	2.2%
Евросоюз	1.7%	1.5%	1.7%	1.7%	1.6%	1.3%
Развивающиеся страны	7.1%	6.4%	-	-	7.1%	6.0%
Россия	3.7%	4.3%	3.7%	4.2%	3.9%	3.7%
Китай	10.5%	9.6%	10.5%	9.7%	10.1%	8.9%
Индия	9.7%	8.4%	9.1%	8.2%	8.4%	8.2%
Бразилия	7.5%	4.1%	7.5%	4.3%	7.6%	4.5%

Источник: МВФ, ОЭСР, ООН

Денежно-кредитная политика. Мы ожидаем, что центральные банки стран G7 (большой семерки) продолжат проводить стимулирующую политику в обозримой перспективе до тех пор, пока не наступит серьезное улучшение макроэкономических показателей в этих странах или не разгонится инфляция. Недавно начавшийся второй раунд количественного смягчения (QE2) от ФРС объемом \$600 млрд., вызвавший недовольство многих стран, показал, что ФРС и впредь намерена накачивать экономику деньгами до тех пор, пока это не даст ощутимых плодов в виде улучшения ситуации на рынке труда и недвижимости. Европейскому центральному банку также необходимо стимулировать экономику и поддержать испытывающий серьезные затруднения европейский банковский сектор.

Ключевые ставки останутся низкими...

График. Динамика ставок ФРС, ЕЦБ и Банка Англии



Пока предпосылок для роста ставок не наблюдается.

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

В то же время ряд развивающихся и развитых стран, особенно тех, кто сильно зависит от ценовой конъюнктуры на рынке сырья, начали цикл повышения ставок. Наиболее сильное повышение ставок произошло в Чили, Бразилии, Перу, Австралии и Индии.

... но в некоторых странах ключевые ставки уже начали расти.

Таблица. Динамика повышения процентных ставок ЦБ ряда стран

	Минимальная учетная ставка	2009					2010					Общий рост, б.п.				
		Авг	Окт	Нояб	Дек	Март	Апр	Май	Июнь	Июль	Авг		Сен	Окт	Нояб	
Израиль	0.50%	0.75%		1.00%	1.25%	1.50%				1.75%		2.00%				150
Австралия	3.00%		3.25%	3.50%	3.75%	4.00%	4.25%	4.50%							4.75%	175
Норвегия	1.25%		1.50%		1.75%			2.00%								75
Вьетнам	7.00%				8.00%										9.00%	200
Малайзия	2.00%					2.25%	2.50%		2.75%							75
Индия	4.75%					5.00%	5.25%		5.75%		6.00%		6.25%			150
Бразилия	8.75%						9.50%		10.25%	10.75%						200
Перу	1.25%							1.50%	1.75%	2.00%	2.50%	3.00%				175
Канада	0.25%								0.50%	0.75%		1.00%				75
Чили	0.50%								1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	2.75%			225
Новая Зел-я	2.50%								2.75%	3.00%						50
Тайвань	1.25%								1.38%			1.50%				25
Швеция	0.25%									0.50%		0.75%	1.00%			75
Южная Корея	2.00%									2.25%						25
Тайланд	1.25%									1.50%	1.75%					50
Сербия	8.00%											8.50%	9.00%	9.50%		150
Уругвай	6.25%												6.50%			25
Нигерия	6.00%												6.25%			25
Китай	2.25%													2.50%		25

Источник: Данные центральных банков, Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Фискальная политика. В середине 2010г. страны G20 объявили о намерении значительно сократить бюджетные дефициты по сравнению с 2009г. Активная стимулирующая политика привела к образованию огромных бюджетных дыр, которые все сложнее финансировать за счет роста заимствований, так как долговая нагрузка западных стран уже находится на очень высоких уровнях. Сокращение государственных расходов, безусловно, снизит общий уровень спроса в экономике, что отрицательным образом скажется на динамике ВВП. Однако восстанавливающийся корпоративный сектор сможет компенсировать потери от снижения участия государства в экономике.

Таблица. Дефициты бюджетов, % от ВВП

	2009	2010П	2011П
США	10.2	8.6	6.3
Япония	5.6	6.4	7.4
Еврозона	6.3	6.0	4.7
Германия	3.1	3.9	3.0
Франция	7.5	7.6	6.2
Италия	5.3	4.9	3.3
Испания	11.2	9.0	7.1
Великобритания	11.1	9.8	7.1
Швеция	5.7	3.5	2.5
Германия	6.6	6.0	5.0

Источник: МВФ, ОЭСР, расчеты Прайм Марк

Таблица. Долги ведущих развитых стран, % от ВВП

	2010	
	Чистый долг	Совокупный долг
США	66	93
Еврозона	67	84
Германия	59	75
Франция	75	84
Италия	99	118
Япония	121	226
Великобритания	69	77

Источник: МВФ, расчеты Прайм Марк

Курсы валют. Количественное смягчение в США и выделение помощи проблемным странам в Европе механизмы, приводящие к печатанию доллара и евро и их обесценению по отношению к реальным активам. Мы считаем, что в 2011г. нужно делать ставку на валюты развивающихся стран, приток капитала в которые поддерживает курс национальных валют. Что касается динамики курса евро/доллар, то мы ожидаем продолжения волатильности в этой паре, которая вероятно будет двигаться в широком коридоре 1.20-1.40 в течение следующего года.

График. Динамика курса евро/доллар

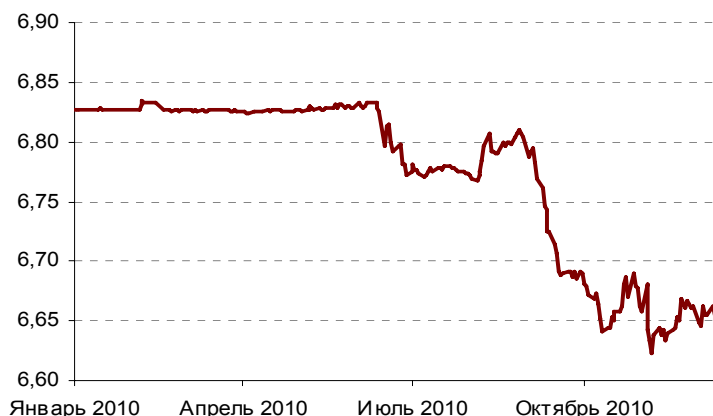


Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

В конце года курс евро по отношению к доллару стабилизировался у средних значений этого года.

Народный Банк Китая все больше ужесточает денежную политику, увеличивая базовые ставки и нормы резервирования, для сдерживания инфляции. Эти меры, на наш взгляд, будут иметь лишь краткосрочный эффект и рано или поздно китайский центральный банк пойдет на ревальвацию национальной валюты, однако темпы ревальвации будут довольно умеренными не выше 5-10% в год, чтобы избежать повторения японского сценария развития экономики.

График. Динамика курса доллар/юань



С середины 2010г. курс юаня по отношению к доллару укрепился на 2.6%.

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Мы ожидаем, укрепления рубля в 1-м полугодии следующего года на фоне снижения выплат по внешним обязательствам и притока иностранного капитала в страну. Однако во втором полугодии, когда начнется предвыборная кампания и связанная с ней неопределенность может способствовать оттоку капитала из страны. Также с июня заметно увеличатся платежи по обслуживанию внешнего долга. По итогам следующего года мы ожидаем, ослабления номинального курса рубля, в то время как в реальном выражении он может укрепиться как относительно доллара, так и евро.

График. Динамика курса доллар/рубль



Рубль в отличие от большинства валют развивающихся стран ослаб по отношению к доллару.

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Инфляция. Развитые страны сейчас, по сути, экспортируют инфляцию. Слабый потребительский спрос в развитых странах приводит к дефляционному давлению на экономику, при этом мягкая денежно-кредитная политика западных ЦБ направленная на оживление экономики приводит к увеличению ликвидности, которая устремляется на рынки сырья, способствуя росту цен. Больше всего от увеличения цен на сырье страдают растущие развивающиеся страны, которые активно наращивают его потребление.

Инфляция в развивающихся странах будет увеличиваться за счет притока капитала и роста цен на сырье.

Акции интереснее облигаций. Спреды высокодоходных облигаций к казначейским облигациям США сократился за последний год в два раза до предкризисных уровней, в то время как фондовый рынок еще далек от докризисных высот. В условиях растущих инфляционных ожиданий акции будут смотреться привлекательнее облигаций и наверстают упущенное.

График. Динамика индекса S&P и спреда высокодоходных облигаций



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

График. Динамика CDS на российские облигации и индекса РТС



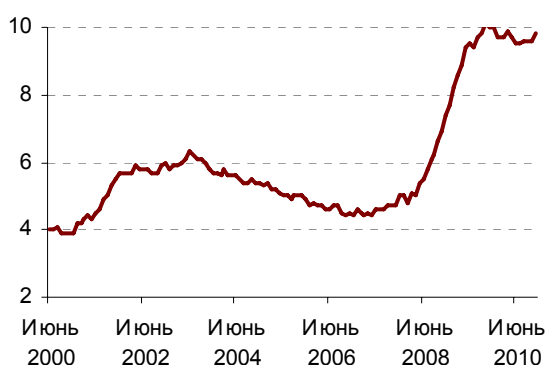
Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Спреды и доходности по российским облигациям уже достигли своих докризисных значений, в то время как фондовый рынок сохраняет значительный потенциал роста до максимумов.

США: стимулирование экономики продолжается

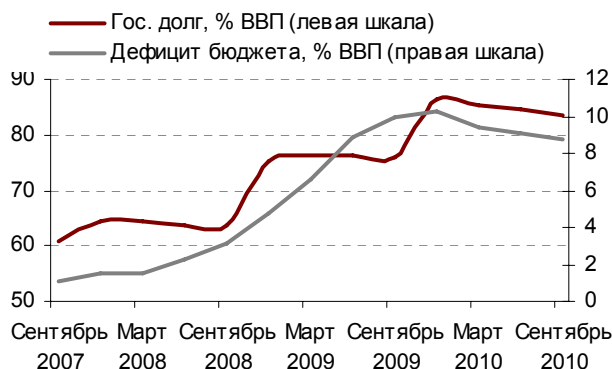
В настоящее время экономика США испытывает две основные проблемы. Это высокий уровень безработицы и растущий дефицит бюджета, который в свою очередь приводит к росту внешнего долга. Уровень безработицы вот уже на протяжении 16 месяцев находится на исторически высоком уровне около 10%. В отличие от европейских стран США приняли менее радикальные меры по сокращению дефицита бюджета с целью поддержания экономического роста и сохранения большинства налоговых льгот. На текущий год дефицит бюджета запланирован на уровне \$1.4 трлн., что повторит рекорд дефицита бюджета образовавшегося в 2009 высоком финансовом году.

График. Уровень безработицы в США, %



Источник: Министерство труда США

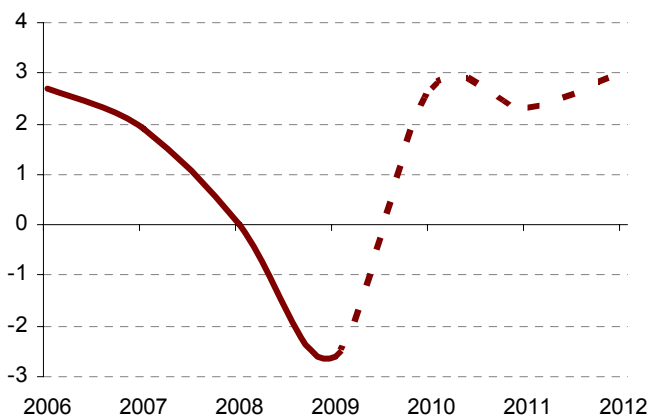
График. Дефицит бюджета и гос.долг США, % к ВВП



Источник: Министерство торговли США

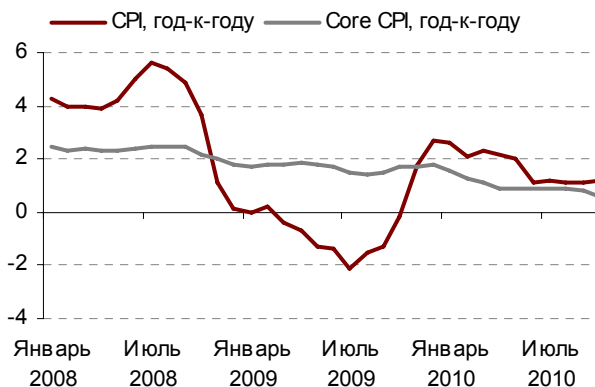
Ожидается, что ВВП США по итогам 2010г. вырастет на 2.7%. В следующем году рост, скорее всего, замедлится до 2.3%.

График. Темп роста ВВП США, %



Источник: Министерство торговли США

График. Инфляция в США, %



Источник: Министерство труда США

Несмотря на накачку финансовой системы деньгами инфляция пока не ускоряется. Программы выкупа облигаций и низкие процентные ставки пока не приводят к заметному ускорению инфляции в экономике США. Это объясняется тем, что деньги, поступающие в финансовую систему через программы выкупа, как таковые не попадают в реальный сектор экономики, так как финансовые организации предпочитают размещать их на счетах самой же ФРС, в условиях делевереджинга американских потребителей и корпораций.

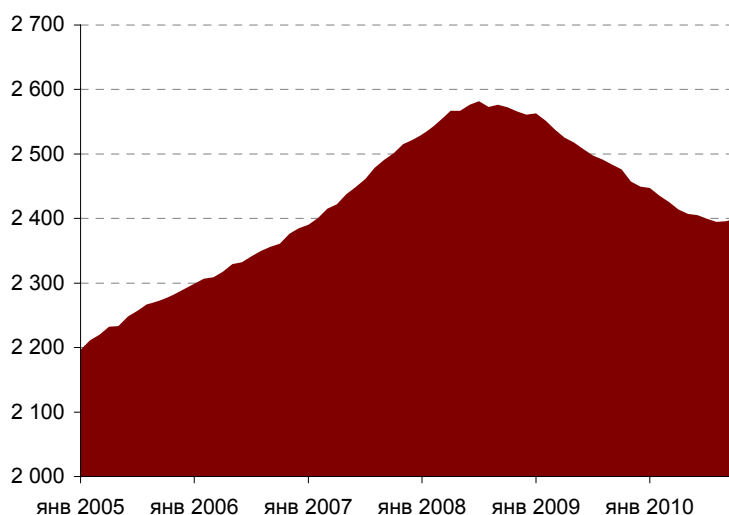
График. Резервы банков на депозитах ФРС, \$ млрд.



Источник: ФРС

Потребительское кредитование, стабильно сокращающееся с середины 2008 года, в первые с начала кризиса демонстрирует рост. В условиях экономики, в основе которой лежит потребление, это является хорошим признаком.

График. Потребительские кредиты в США, \$ млрд.

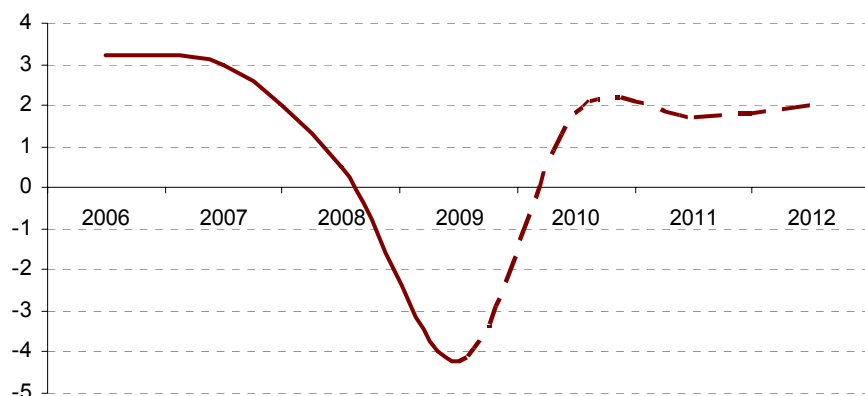


Источник: ФРС

ЕВРОПА: долговые проблемы пока не решены

Европейская экономика постепенно восстанавливается, увеличивается потребительский спрос. Однако темпы восстановления не достаточно высокие, чтобы с полной уверенностью можно было говорить об окончании кризиса. Стоит обратить внимание также на неоднородность темпов восстановления ВВП среди европейских стран. Например, темпы роста ВВП крупнейшей экономики Европы Германии в 2010 году составят 3.7%, в то время как ВВП в таких проблемных странах как Греция Ирландия и Испания сократится на 3.9%, 0.3% и 0.2%, соответственно.

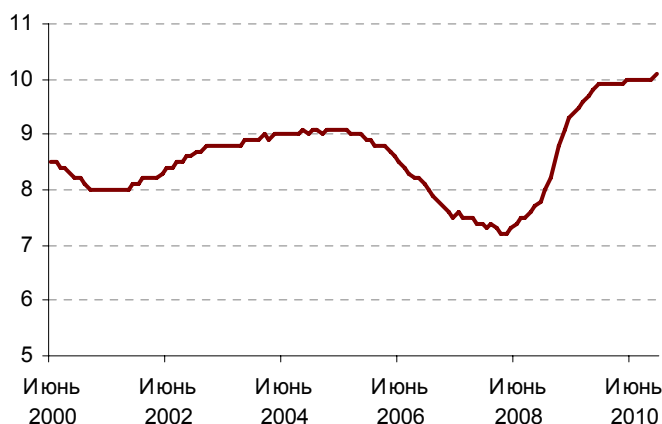
График. Темп роста ВВП Евросоюза, %



Источник: Европейская комиссия

Уровень безработицы в Еврозоне по-прежнему остается довольно высоким, что создает социальную напряженность и свидетельствует о недостаточно быстром экономическом росте. Так же как и в случае с темпами роста ВВП наблюдается значительная неравномерность безработицы на территории Евросоюза. Безработица в Испании составляет 20%, в то время как безработица в Германии находится на докризисном уровне в 7.3%.

График. Безработица в Еврозоне, %



Источник: Европейская комиссия

Долговые проблемы европейских стран вызывают наибольшие опасения инвесторов. Как можно было видеть весной и осенью 2010 года они оказывают значительное давление на динамику фондовых рынков и курс евро.

Угроза дефолтов периферийных стран Европы – целый ряд европейских стран, включая Грецию, Ирландию, Португалию, Испанию, Италию, Венгрию, уже столкнулись или в ближайшем будущем могут столкнуться с кризисом кредитоспособности. Высокий и растущий уровень государственного долга и слабость бюджетной дисциплины привели к снижению привлекательности долговых обязательств этих стран, росту доходностей и спредов по ним. Снижение доверия инвесторов привело не только к росту доходности бондов периферийных стран Европы, но и ощутимо пошатнуло позиции единой европейской валюты.

График CDS на пятилетние гос. облигации проблемных стран Еврозоны

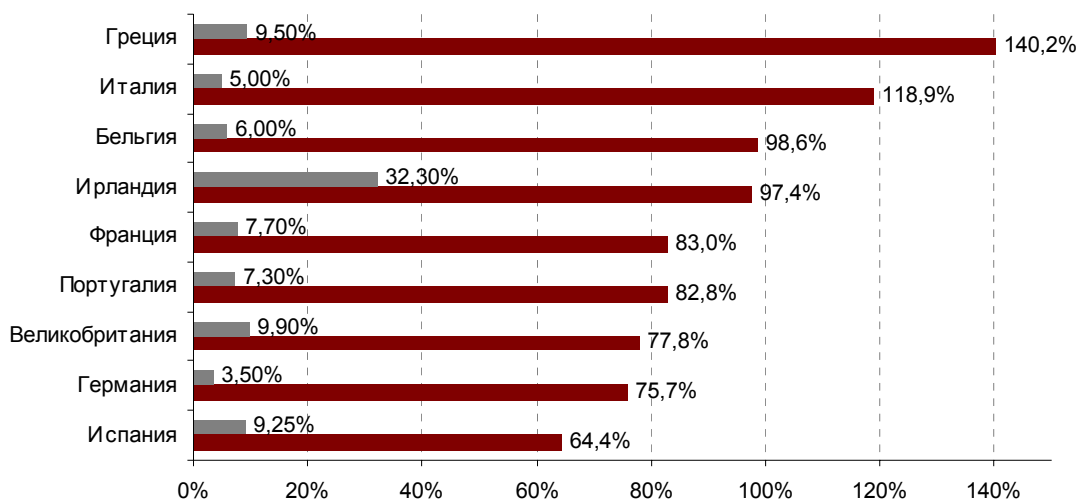


Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Основными держателями суверенных долгов европейских стран являются европейские банки. По данным Bank for International Settlements, общие долги Португалии, Ирландии, Италии, Испании, Греции — \$4.1 трлн. (на конец I квартала 2010г.), из них 2.7 трлн. евро или две трети этого долга приходится на европейский банковский сектор. В мае 2010г. было принято решение о создании европейского антикризисного фонда (European Financial Stability Facility) общим объемом 750 млрд. евро, из них 500 млрд. выделили государства ЕС, оставшиеся 250 млрд. МВФ. Срок действия фонда рассчитан на 3 года. К декабрю 2010г. ЕС и МВФ уже направили почти 200 млрд. евро на предоставление финансовой помощи Греции и Ирландии. Следующими странами, которым уже в течение ближайших нескольких месяцев могут понадобиться средства европейского стаб.фонда, могут стать Португалия и Испания.

В мае 2010г. для поддержки европейских стран – должников был создан стаб. фонд объемом 750 млрд. евро.

График. Дефицит бюджета и уровень госдолга к ВВП на 2010г.

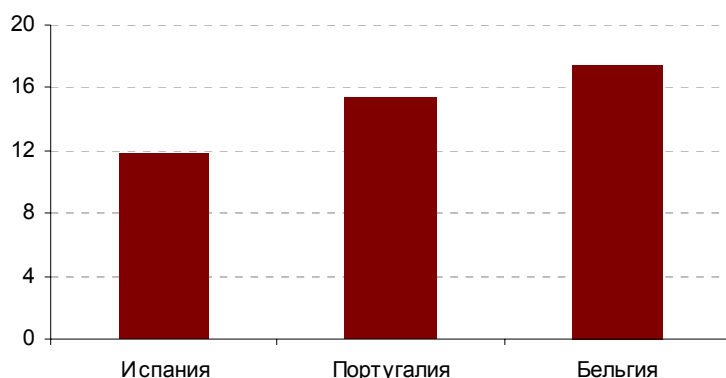


Источник: Евростат

Большинство авторитетных экономистов сходятся во мнении, что размер европейского стаб.фонда явно недостаточен для поддержки стран столкнувшихся с финансовыми затруднениями. Средств фонда, по мнению некоторых экспертов, не хватит даже для поддержки Испании в течение следующих трех лет. Для того, чтобы стабилизировать финансовую ситуацию в Европе и сохранить еврозону в том виде, в котором она существует сегодня, необходимо убедить инвесторов в кредитоспособности периферийных стран Европы. Для этого необходимо увеличить Европейский стаб.фонд как минимум до 2 трлн. евро. Большинство из этих средств должно быть профинансировано налогоплательщиками наиболее финансово устойчивых стран Европы, в частности Германии. Единая европейская валюта все дороже обходится странам участникам, так как приходится выделять средства на спасение наиболее проблемных стран. Это заставляет ЕС предъявлять довольно жесткие требования к странам реципиентам помощи, среди которых жесткая бюджетная дисциплина. Такие меры вызывают недовольство населения проблемных стран, что в свою очередь приводит к росту социальной и политической нестабильности в регионе.

Инвесторы считают, что если размер европейского стаб. фонда не будет увеличен в ближайшее время, то это может поставить под угрозу дефолта большинство периферийных стран Европы

График. Объем облигаций к погашению в 2011 году, % от ВВП

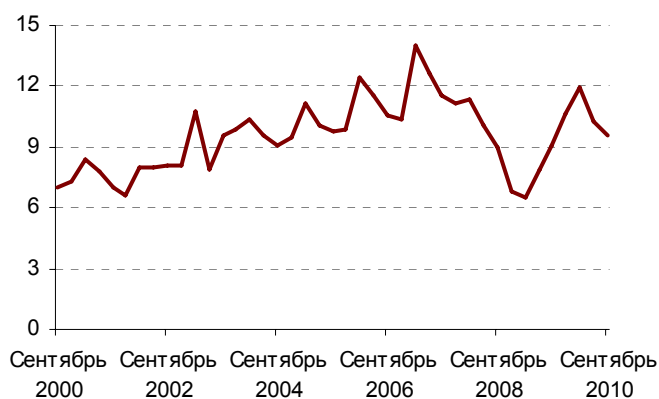


Источник: расчеты Прайм Марк

КИТАЙ: ждем потребительский бум

По итогам 9М 2010 года ВВП Китая вырос на 10.6% год-к-году, при этом темпы роста ВВП постепенно сокращались с 11.9% в 1-м квартале до 9.6% в 3-м квартале 2010г. Экспорт за 11 месяцев 2010 года увеличился на 33% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Розничные продажи с января по ноябрь 2010г. выросли на 25% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

График. Темп роста ВВП Китая, %



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

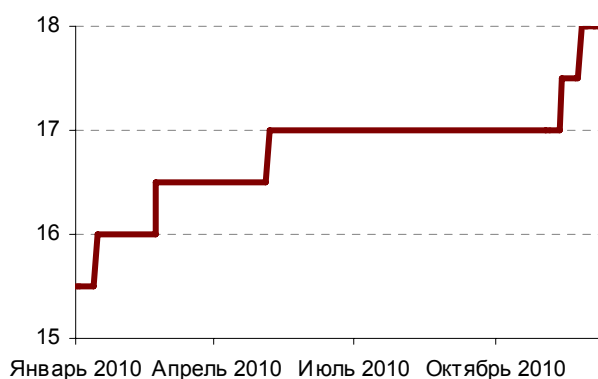
График. Розничные продажи и экспорт, \$ млрд.



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

В условиях сохранения высоких темпов роста ВВП и ускорения инфляции власти Китая продолжили следовать линии ограничения кредитной экспансии для предотвращения возникновения пузырей, повысив резервные требования к банкам с начала года на 3% с 15.5% до 18.5%. Также в октябре Народный Банк Китая объявил о повышении базовой кредитной ставки на 25 базисных пункта до 5.56%.

График. Требование по норме резервирования Банка Китая, %



Источник: Народный Банк Китая

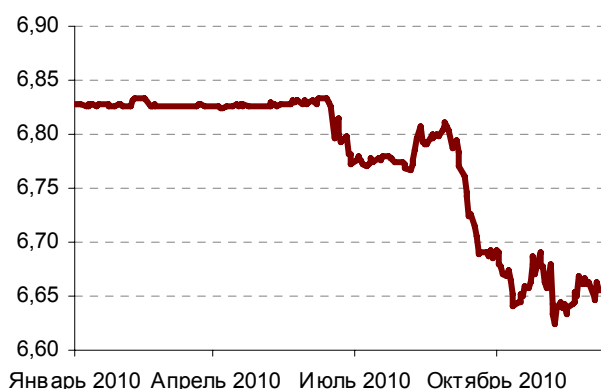
График. Динамика индекса потребительских цен в КНР, год к году %



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

Народный банк Китая все больше ужесточает денежную политику, увеличивая базовые ставки и нормы резервирования, для сдерживания инфляции. Эти меры, на наш взгляд, будут иметь лишь краткосрочный эффект и рано или поздно китайский центральный банк пойдет на ревальвацию национальной валюты, однако темпы ревальвации будут довольно умеренными не выше 5-10% в год, чтобы избежать повторения японского сценария развития экономики.

График. Динамика курса доллар/юань



Источник: Bloomberg

С середины 2010г. курс юаня по отношению к доллару укрепился на 2.6%.

Китай является одним из главных потребителей сырьевых ресурсов в мире. От динамики потребления в этой стране во многом зависят цены на сырьевые товары. За 10 месяцев 2010г. импорт нефти в КНР увеличился на 19%, а потребление меди увеличилось на 7%. Мы ожидаем дальнейшего увеличения потребления сырьевых ресурсов в Китае, что будет оказывать повышательное давление на цены.

График. Динамика импорта нефти и меди в КНР

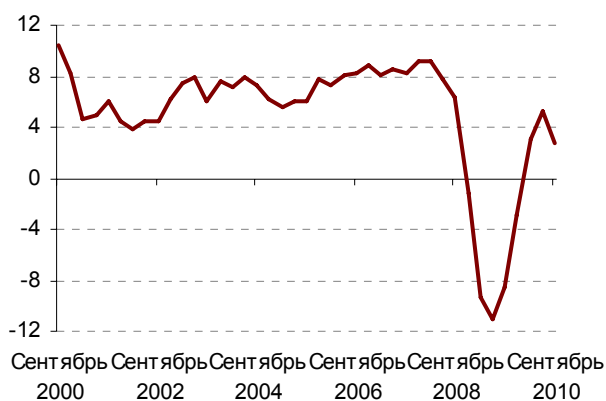


РОССИЯ: рост бюджетных расходов разгонит инфляцию и потребительский спрос

2011г. в российской экономике будет отмечен четырьмя основными тенденциями: 1) небольшое замедление темпов роста ВВП до 3-3.5%, 2) ускорение инфляции до 10%, 3) рост ключевых ставок и 4) увеличение дефицита бюджета. Эти тенденции будут иметь значительное влияние на реальный сектор экономики.

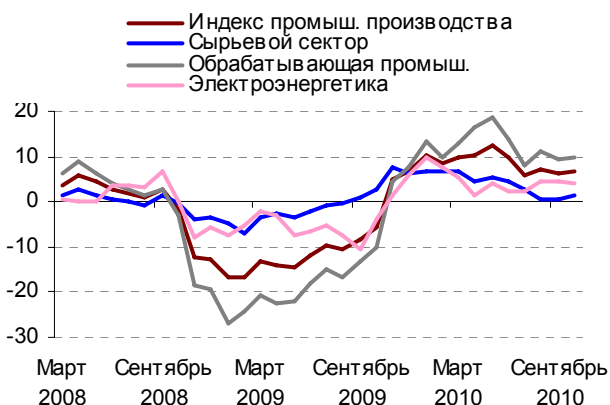
Российский ВВП за 9М 2010г. вырос на 3.7% год-к-году. Наиболее удачным был второй квартал, рост в котором составил 5.2% год-к-году. В 3-м квартале рост замедлился до 2.7% год-к-году. Мы ожидаем, что по итогам года рост ВВП составит 3.9%. Наибольший вклад в рост ВВП в 2010г. привнесли обрабатывающие производства, рост в которых составил 12.3% год-к-году. Отрицательную динамику показали сектор коммунальных, социальных и персональных услуг (-13%) и сельского хозяйства (-10.5%). Прирост промышленного производства за 10М 2010г. составил 8.7%, при этом в 1П рост индекса промышленного производства составлял 10.2%, однако во втором полугодии рост замедлился до 6.4%. Наихудшую динамику продемонстрировал сырьевой сектор, темпы роста которого упали с 7% в январе до 0.5% в сентябре 2010г., что вызвано эффектом более высокой базы, чем в других отраслях.

График. Динамика ВВП РФ, год-к-году %



Источник: Росстат

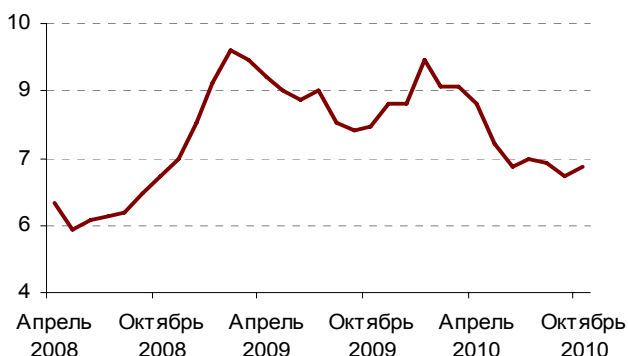
График. Динамика пром. производства, год-к-году



Источник: Росстат

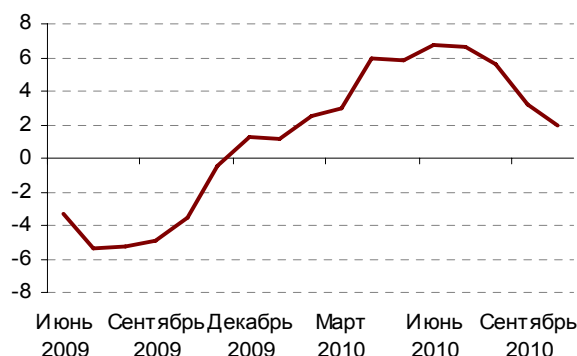
На фоне снижения темпов экономического роста во втором полугодии 2010г. и ускорения инфляции резко замедлился темп роста заработных плат, что привело к тому, что оборот розничной торговли оставался ниже максимумов пройденных во втором и первом квартале. Тем не менее, безработица пока остается на довольно низком уровне около 7%.

График. Уровень безработицы, %



Источник: Росстат

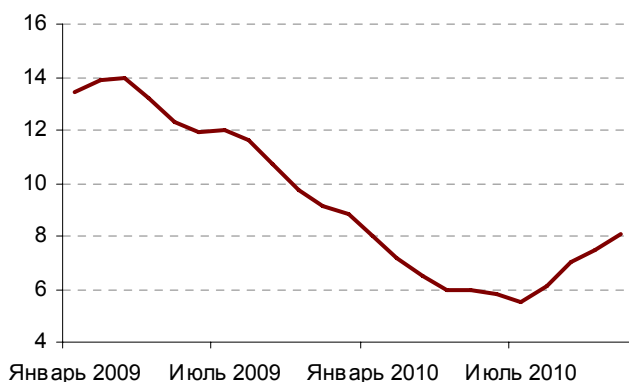
График. Темп роста заработной платы, год-к-году



Источник: Росстат

Тенденция по снижению инфляции сменилась в августе этого года под влиянием погодных катаклизмов, приведших к краткосрочному шоку предложения сельскохозяйственной продукции. В конце года стали сказываться монетарные факторы, воздействующие на инфляцию. В результате по итогам 2010г. инфляция составит более 8%.

График. Индекс потребительских цен, год-к-году %



Источник: Росстат

Тренд по снижению инфляции развернулся в августе.

Монетарные факторы также способствовали ускорению инфляции. С начала года денежная масса увеличилась на 26% или на 3.7 млрд.руб. до 17.9 трлн.руб., в то время как номинальный ВВП за 9М 2010г. увеличился лишь на 11.8%. До недавнего времени рост денежной массы не оказывал повышательного давления на инфляцию за счет низкого значения денежного мультипликатора, так как банки крайне не охотно проводили кредитную экспансию. Ситуация изменилась во втором полугодии, когда темпы выдачи кредитов начали существенно ускоряться.

График. Денежная масса, млрд.руб.

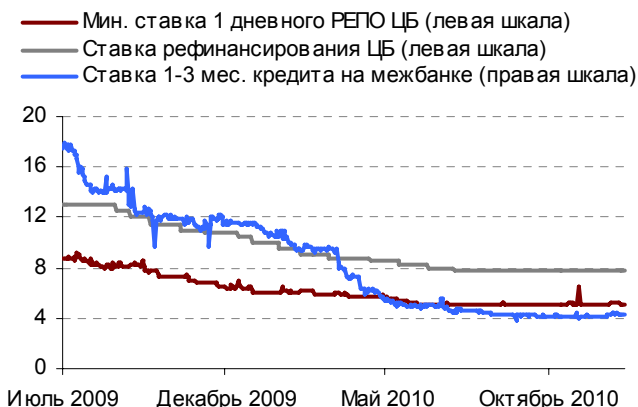


Источник: ЦБ РФ

За 11 мес. 2010г. денежная масса в России увеличилась на 26% до 17.9 трлн. руб.

Ускорение инфляции и финансирование дефицита бюджета повысят процентные ставки. По итогам 2010 года согласно нашим ожиданиям инфляция составит 8.5%, таким образом, ставка рефинансирования в реальном выражении станет отрицательной, что вынудит ЦБ в ближайшее время начать поднимать базовые ставки. Финансирование дефицита бюджета приведет к тому, что частные заимствования будут вытесняться государственными. В результате эти две тенденции приведут к удорожанию кредитов и замедлению экономического роста.

График. Динамика ключевых ставок, %



Источник: ЦБ РФ

Ставки в банковской системе находятся на минимальных уровнях. Однако целый ряд факторов свидетельствует в пользу роста процентных ставок в следующем году.

После довольно продолжительного периода укрепления курс рубля к бивалютной корзине начал довольно резко снижаться осенью 2010г., несмотря на сохранение положительного сальдо торгового баланса и валютные интервенции ЦБ, продававшего валюту. С начала сентября по начало ноября стоимость бивалютной корзины поднялась с 34.5 руб. почти до 36.5 руб. Рубль ослаб относительно как доллара, так и евро, хотя нефть продолжала дорожать. Такая ситуация вызвана двумя главными причинами, среди которых отток капитала из страны и ускорение инфляции. Значительный отток капитала из страны этой осенью, вызван как рядом корпоративных событий, так и тем, что на 4 кв. 2010г. пришла львиная доля платежей по погашению внешнего долга.

График. Курс рубля к бивалютной корзине



Источник: ЦБ РФ

График. Сальдо торгового баланса РФ, \$ млрд.



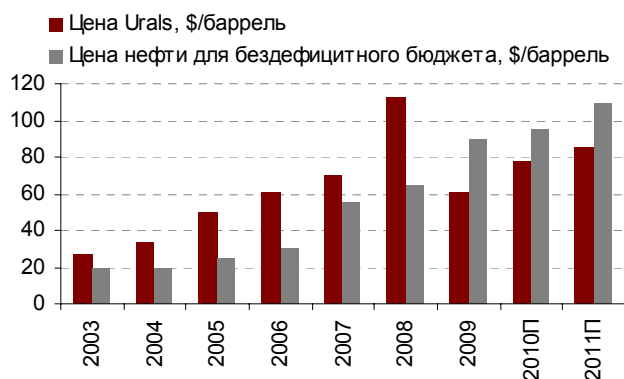
Источник: ЦБ РФ

Курса рубля может снизиться к концу 2011 года. Мы ожидаем, укрепления рубля в 1-м полугодии следующего года на фоне снижения выплат по внешним обязательствам и притока иностранного капитала в страну. Однако во втором полугодии, когда начнется предвыборная кампания и связанная с ней неопределенность может способствовать оттоку капитала из страны. Также с июня заметно увеличатся платежи по обслуживанию внешнего долга. По итогам следующего года мы ожидаем, ослабления номинального курса рубля, в то время как в реальном выражении он может укрепиться как относительно доллара, так и евро.

Повышение налогов для финансирования дефицита бюджета. Дефицитный бюджет и рост внебюджетных социальных обязательств требует от правительства отойти от политики 2000-х годов по снижению налогов и начать резко увеличивать доходную часть бюджета по всем фронтам. Помимо традиционного повышения налогового бремени на сырьевые отрасли в виде увеличения ставок НДС (на нефть и газ), экспортных пошлин (на никель и медь) и акцизов на нефтепродукты, рост налоговой нагрузки затронет обрабатывающие отрасли и сферу услуг, которые столкнутся с увеличением страховых взносов.

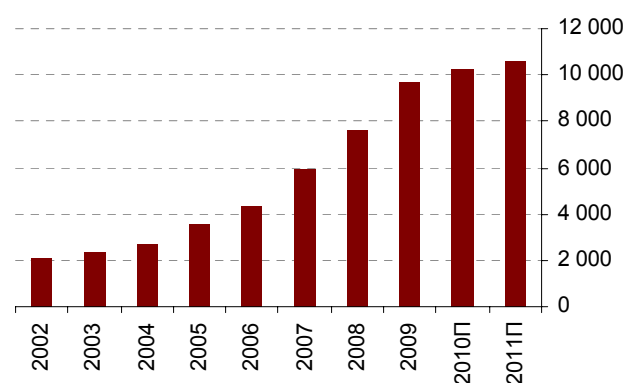
В 2007г. бюджет был бездефицитным при цене нефти в \$35 за баррель, в 2008 г. — \$60. В 2011г. уже около \$110 за баррель.

График. Цена на нефть и бездефицитный бюджет



Источник: Bloomberg, Минфин, расчеты Прайм Марк

График. Расходы бюджета, млрд. руб.

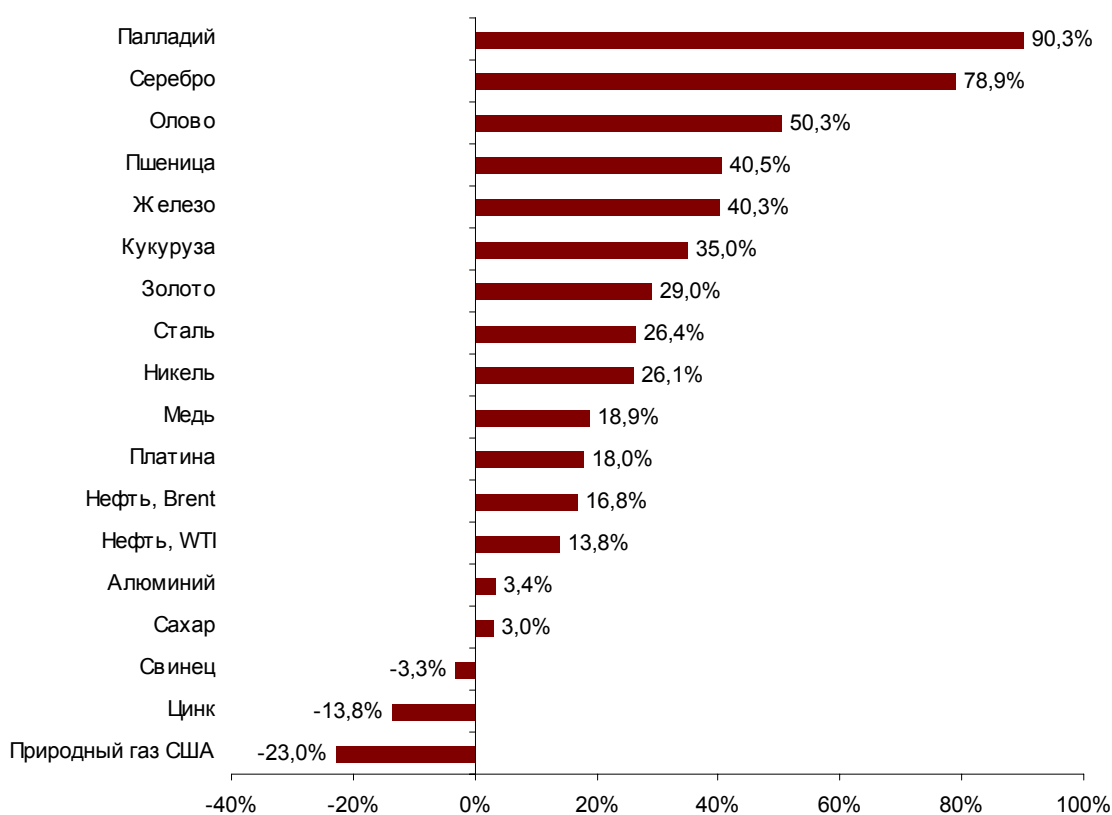


Источник: Минфин

КОНЪЮНКТУРА ТОВАРНЫХ РЫНКОВ

Цены на сырье были весьма волатильны в текущем году. После первых четырех месяцев подъема последовала коррекция, которая длилась с мая по конец второго квартала, вызванная ростом обеспокоенности относительно положения дел периферийных стран Еврозоны, в первую очередь Греции. Затем цены начали восстанавливаться, однако преодолеть майские пики цен к началу декабря удалось только продовольственным товарам. Стремительный рост цен на продовольственные товары вызван существенным снижением прогнозов по сбору урожая, под влиянием погодных условий в России, Северной Америке и Азии.

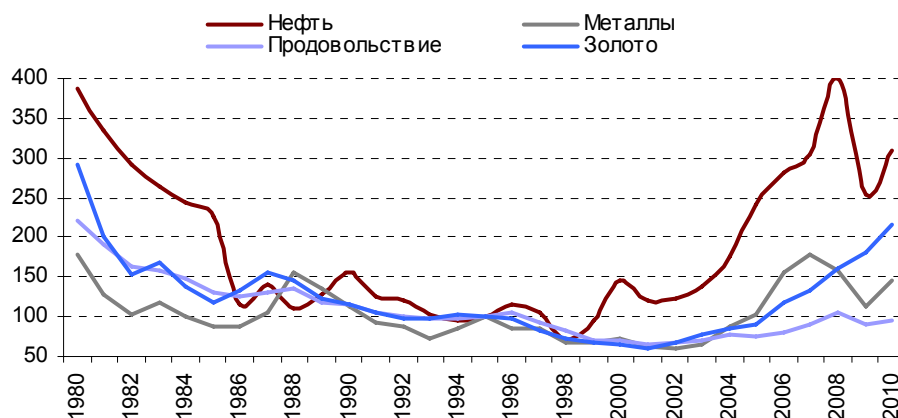
График. Лидеры роста стоимости в текущем году, % с начала года



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

В целом мы позитивно смотрим на перспективы продолжения повышательного тренда в ценах на энергетические товары и драгоценные металлы. В тоже время мы видим наибольшие риски в промышленных металлах, в связи с их высокой цикличностью, низкодиверсифицированной базой спроса и высокой эластичностью спроса и предложения от цен. Что касается продовольственных товаров, то здесь картина может выглядеть весьма разнородно, и будет зависеть от внутриотраслевых факторов в большей степени, чем в каких либо других commodities.

График. Цены на commodities с учетом инфляции (1995г.= 100)



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Потенциал роста до своих максимумов сохраняют все сырьевые товары, однако наибольший потенциал роста наблюдается в ценах на продовольствие.

НЕФТЬ И ГАЗ

Потребление нефти в 2010г. по прогнозу МЭА (Международного энергетического агентства) увеличиться на 2.6% до 86.9 млн. баррелей в день. Основной прирост спроса пришелся на развивающиеся страны, которые увеличили потребление на 4.2% до 41.6 млн. барр. в день, при этом в Китае спрос на нефть увеличился на 9% до 9.1 млн.барр/день. Спрос на нефть в развитых странах вырос незначительно на 0.4%. до 45 млн. барр./день. МЭА ожидает увеличения спроса на 1.5% или на 1.3 млн. барр./день до 88.2 млн. барр./день в 2011г. по сравнению с 2010г.

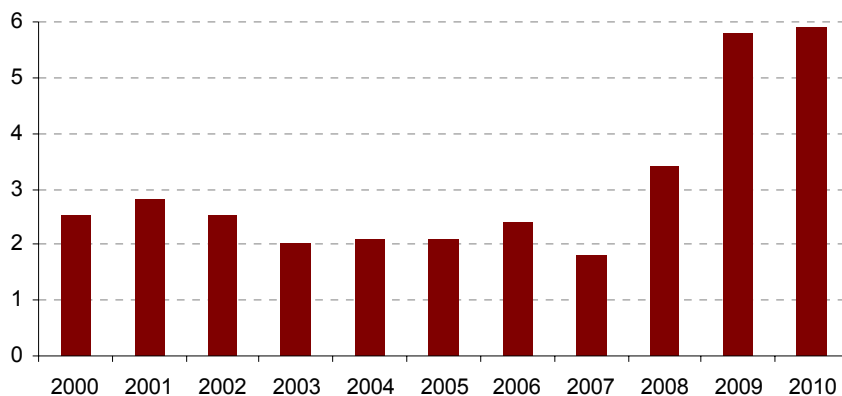
Таблица. Мировой спрос на нефть и производство по регионам (млн. баррелей в день)

	2008	2009	2010П	Темп роста, % год-к году				
				2006	2007	2008	2009	2010П
Потребление								
Развитые рынки	46.8	44.8	45.0	-0.6	-0.4	-3.5	-4.1	0.4
<i>в том числе:</i>								
США	19.8	19.1	19.3	-0.5	-0.1	-5.9	-3.7	1.1
Еврозона	11.2	10.5	10.4	-0.3	-1.5	-0.6	-6.0	-1.2
Япония	4.8	4.4	4.3	-2.4	-3.1	-4.9	-8.8	-1.4
Новые индустриальные страны Азии	4.5	4.5	4.7	2.1	4.5	-1.3	1.9	3.3
Развивающиеся рынки	39.2	39.9	41.6	3.7	4.2	3.0	1.8	4.2
<i>в том числе:</i>								
СНГ	4.2	4.0	4.2	3.3	2.5	2.6	-5.5	4.7
Развивающиеся страны Азии	22.3	23.5	24.5	4.4	5.1	1.8	5.2	4.2
Китай	7.7	8.4	9.1	7.6	4.4	2.5	8.0	9.0
Индия	3.1	3.3	3.3	8.3	6.5	4.0	5.7	2.5
Ближний Восток и Северная Африка	8.3	8.5	8.8	3.5	3.6	5.1	3.5	3.4
Западное полушарие	5.6	5.6	5.8	3.8	5.7	5.4	0.0	4.2
Всего в мире	86.0	84.7	86.9	1.2	1.6	-0.6	-1.4	2.6
Производство								
ОПЕК	35.6	33.3	34.0	0.8	-1.0	2.9	-6.4	2.0
<i>в том числе:</i>								
Саудовская Аравия	10.4	9.3	-	-1.2	-4.7	4.2	-10.6	-
Нигерия	2.1	2.1	-	-4.4	-4.7	-8.2	-0.4	-
Венесуэла	2.6	2.4	-	-5.8	-7.8	-2.0	-7.8	-
Ирак	2.4	2.5	-	4.9	9.9	14.3	2.5	-
Другие производители	50.9	51.7	52.6	1.0	0.8	0.0	1.6	1.7
<i>в том числе:</i>								
Северная Америка	13.3	13.6	13.8	0.4	-0.5	-3.8	2.2	1.5
Северное море	4.3	4.1	3.9	-7.6	-5.0	-5.1	-4.5	-4.9
Россия	10.0	10.2	10.5	2.2	2.4	-0.7	2.0	2.9
Другие страныСНГ	2.8	3.1	3.2	11.2	11.5	3.2	9.2	3.2
Прочие не входящие в ОПЕК	20.4	20.6	21.3	2.0	1.0	3.8	1.3	3.4
Всего в мире	86.5	85.1	86.6	0.9	0.1	1.2	-1.7	1.8

Источник: МЭА, расчеты Прайм Марк

Цены на нефть в течение 2010г. двигались в диапазоне \$70-90 за баррель нефти марки Brent. Прорыв коридора произошло лишь в декабре. Средняя цена за 2010г. составит около \$80 за баррель по сравнению с \$62 в 2009г. Мы ожидаем продолжения повышательного движения в нефти. Однако уровень в \$100 за баррель будет сильным уровнем сопротивления. Резервные мощности ОПЕК, обеспечивающей около 40% мирового спроса на нефть, находятся на максимальных отметках за последние несколько лет порядка 6 млн. барр. в день, при этом цена на нефть в районе \$70-90 за баррель является довольно комфортной для ОПЕК, что может способствовать увеличению добычи в странах, входящих в картель, и окажет понижающее давление на цены. Тем не менее, растущее потребление энергоресурсов со стороны активно развивающихся азиатских стран и бычий настроения на рынке среди инвесторов, инвестирующих в commodities, будет толкать цены вверх.

График. Резервные мощности ОПЕК, млн. баррелей в день



Резервные мощности ОПЕК достигают рекордных 6 млн. баррелей в день.

Источник: CERA

Запасы сырой нефти в США также находятся на довольно высоких по историческим меркам уровнях.

График. Запасы сырой нефти в США, тыс. баррелей



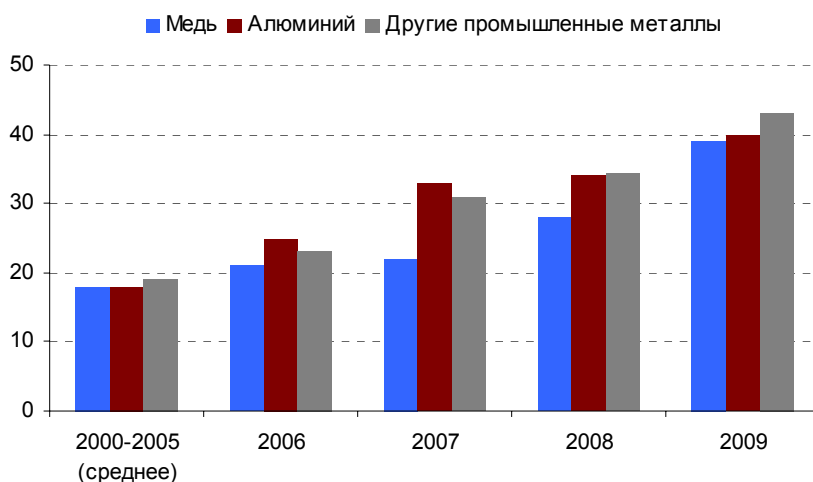
Источник: Департамент энергетики США

ПРОМЫШЛЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ

Цены на металлы устремились вверх в начале 2010г. вслед за пересмотром ожиданий относительно темпов восстановления мировой экономики. Рост прекратился в мае, когда усиление финансовой нестабильности связанное с долговым кризисом в Европе, вызвало падение большинства рынков. В дальнейшем цены на металлы двигались в тандеме с большинством финансовых активов (степень корреляции между металлами и акциями была максимальной за многие годы). Следует отметить, что степень корреляции между ценами на металлы и акции после 2008г. увеличилась почти в два раза до 0.6. Это свидетельствует о том, что цена на металлы стала более чувствительна к общерыночной конъюнктуре, чем к специфическим отраслевым факторам.

Рынок металлов в наибольшей степени зависит от перспектив экономики Китая. На Китай пришлось более 40% мирового спроса на металлы в 2009г.. За последние несколько лет доля Китая выросла в два раза. Среди основных рисков для промышленных металлов можно отметить возможное замедление темпов роста китайской экономики и сокращение запасов накопленных конечными потребителями, которые они активно наращивали в 2009г. В то же время восстановление спроса со стороны развитых стран положительным образом отразится на ценовой конъюнктуре. Тем не менее, локомотивами роста спроса цен на металлы по-прежнему останутся развивающиеся страны.

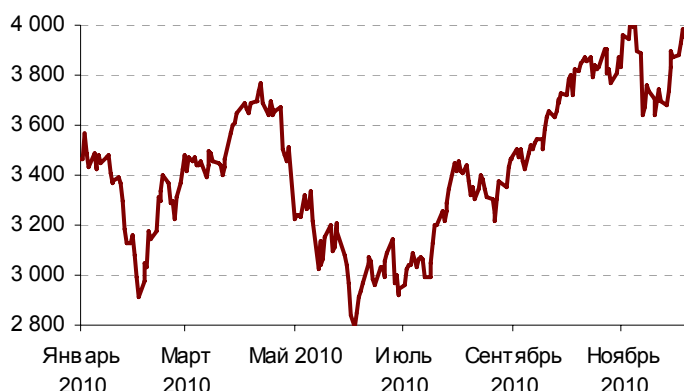
График. Доля Китая в мировом потреблении промышленных металлов, %



Источник: Мировое бюро металлургической статистики

Промышленные металлы являются одними из самых чувствительных активов к динамике темпов роста мировой экономики. На наш взгляд ожидающееся замедление мирового ВВП в 2011г. будет сдерживать цены на промышленные металлы. В то же время изменение ожиданий в пользу роста способно стать мощным драйвером роста цен металлы.

График. Индекс цен на промышленные металлы (LMEX)



Источник: LME

За год цены на промышленные металлы выросли в среднем на 14%. Среди лидеров роста олово, никель и медь.

В долгосрочной перспективе растущий ценовой тренд сохранится на фоне снижающейся производительности шахт и ужесточение экологических ограничений связанных с обработкой металлов.

ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ

За последние пять лет инвестиционный спрос на золото вырос в три раза с 633 до 1809 тыс. тонн. Это способствовало росту цены на желтый металл с \$600 до \$1400 за унцию. В то же время промышленный спрос на золото сократился на четверть до 2200 тыс. тонн. Согласно нашим ожиданиям уже в следующем году инвестиционный спрос на золото превысит промышленный.

Таблица. Спрос и предложения золота 2006-2011, тыс. тонн

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Промышленное производство	2 485	2 478	2 416	2 515	2 525	2 525
Хеджинг производителей	-410	-444	-358	-267	0	0
Продажи государственного сектора	365	484	246	32	-10	-50
Совокупное Предложение	3 569	3 476	3 522	3 690	4 017	4 165
Общий спрос на изготовление	2 936	3 075	2 850	2 300	2 208	1 868
Инвестиционный спрос	633	401	672	1 390	1 809	2 298
Совокупный Спрос	3 569	3 476	3 522	3 690	4 017	4 165

Источник: GFMS, World Gold Council, расчеты Прайм Марк

Несмотря на то, что в номинальном выражении цена на золото находится на исторических максимумах, в реальном выражении текущие цены все еще на 25% ниже своего пика достигнутого в начале 1980-х. Что касается цены на серебро, то она, несмотря на мощное ралли последних трех месяцев, все еще не достигло своих исторических максимумов в номинальном выражении (\$35.2 за унцию), в то время как потенциал роста до пика с поправкой на инфляцию (\$100 за унцию) составляет почти 250%.

График. Цена на золото и серебро в текущих ценах (по US CPI)



Источник: МВФ, Bloomberg, расчеты Прайм Марк

График. Соотношение цен на золото и серебро

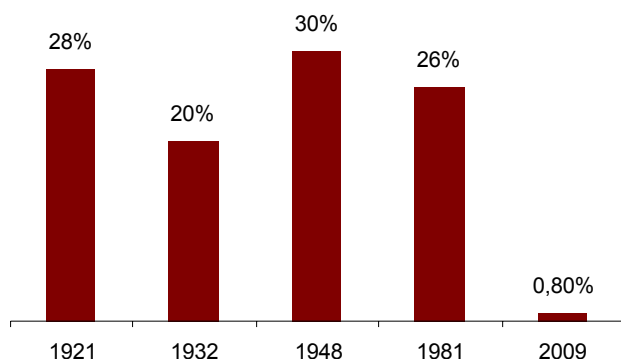


Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Соотношение цены золота к серебру вновь вернулось на докризисный уровень.

Занимательным является тот факт, что золото растет, несмотря на укрепление доллара в последнее время. На наш взгляд такое положение вызвано тем, что высокая волатильность валютных курсов, наблюдаемая в последнее время, лишь усиливает желание инвесторов вкладывать свои средства в золото, а не в финансовые инструменты развитых стран. Золото было не заслуженно забыто инвесторами в последние 20 лет. Доля золота и золотодобывающих компаний в общем объеме мировых активов занимает около 1% по сравнению с 25%, которое оно занимала на протяжении большей половины XX века.

График. Доля золота в мировых активах в разные годы



Источник: Silverjunge

Мощнейшим драйвером роста цен на золото служит и положительное торговое сальдо, и продолжающийся приток капитала в развивающиеся экономики, который вынуждает Центральные банки этих стран скупать валюту, наращивая свои золотовалютные резервы. Исторически, в отличие от развитых стран, всегда рассматривавших золото как важный резервный актив, Центральные банки развивающихся стран не слишком жаловали вложения в металл, предпочитая им приносящие купонный доход вложения в долговые бумаги развитых государств. К середине 2000-х гг. доля золота в золотовалютных резервах развивающихся государств (крупнейшими по объему резервов из которых являются Китай, Россия и Индия) составляла скромные 2.5 %. Однако в последние годы ситуация начала меняться. Мягкая денежно-кредитная политика в развитых странах существенно снизила привлекательность номинированных в долларах и евро высоконадежных краткосрочных долговых инструментов, а нестабильность курсов основных валют лишь увеличила привлекательность золота как резервного актива.

Таблица. Доля золота в золотовалютных резервах, %

	Развитые страны	Развивающиеся страны
ЗВР, \$ млрд	1 755	6 104
Доля золота в ЗВР, %	43.5%	3.2%

Источник: World Gold Council, расчеты Прайм Марк

Учитывая, что именно развивающиеся страны быстро наращивают свои ЗВР, можно предположить, что тенденция роста спроса на золото как резервный актив продлится еще достаточно долго – по крайней мере, до тех пор, пока краткосрочные процентные ставки по доллару и евро вновь не станут привлекательными, а валютные пары более стабильными.

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Еврооблигации

Ситуация на мировых рынках, в частности динамика процентных ставок и цен на сырьевые товары, останется, главным фактором, определяющим динамику российских еврооблигаций. Мы полагаем, что базовые процентные ставки в мире будут низкими еще по меньшей мере на протяжении следующих девяти месяцев, поэтому ситуация для российских заемщиков в 1П10 будет благоприятной. Тем не менее, проблемы суверенного долга развитых стран, в особенности стран Еврозоны, будут приводить к повышенной волатильности на рынке.

Возможно повышение суверенного рейтинга России в следующем году. В следующие 12 месяцев ведущие рейтинговые агентства Moody's, S&P и Fitch могут повысить рейтинги России до предкризисного уровня BBB+, что положительным образом скажется на ценах российских облигаций.

График. Разница между спредами пятилетних долларовых CDS, б.п.



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

На наш взгляд в следующем году лучше сделать ставку на еврооблигации, так как рублевые бумаги будут менее предпочтительны по причине возможного ослабления номинального курса рубля и роста ставок на внутреннем рынке.

Рублевый долг

Ускорение инфляции и финансирование дефицита бюджета за счет внутренних заимствований приведут к росту процентных ставок на внутреннем рынке. Рекомендуем избегать бумаг с длинной дюрацией, цены на которые особо сильно подвержены изменению в процентных ставках.

В результате роста бюджетных расходов тенденция по росту инфляции вероятно сохранится. Мы ожидаем ускорения инфляции до 9.5-10% в 2011г. В результате ЦБ, возможно, придется поднять ставку рефинансирования. Мы полагаем, что первое повышение состоится уже в 1кв. 2011. Это подтолкнет вверх краткосрочные рублевые ставки.

Другой проблемой для рынка рублевых облигаций может стать замещение корпоративных заимствований государственными. Программа внутренних заимствований Минфина на 2011 год составляет около 1.4 трлн. руб., что сопоставимо с общим объемом размещения корпоративных и государственных рублевых бумаг в 2009 году. В результате процентные ставки для корпоративных заемщиков могут заметно возрасти, в результате ужесточения конкуренции с гос. бумагами. Это приведет к сокращению дюрации и усилит наклон кривых доходности.

Ликвидность на рынке может остаться высокой Если Минфин изберет основным источников финансирования дефицита бюджета не внутренний рынок и привлечение денег на внешнем рынке и из гос. фондов

РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК

В 2010г. лучше всего себя проявили сектора с большим потенциалом роста (золотодобывающая промышленность, потребительский сектор и банки) и выигрывающие от проведения реформ (электроэнергетика и проводная связь). Хуже всего была динамика акций Газпрома и нефтяных компаний, которые не показывают роста бизнеса.

В 2011г. мы рекомендуем сделать ставку на сектора ориентированные на внутренний спрос, такие как потребительский сектор, сотовая связь, транспорт и банки. Явными аутсайдерами при стабильных ценах на нефть будут нефтяные компании. Газпром сильно отстававший от рынка последние два года возможно сможет сократить свое отставание при благоприятной конъюнктуре цен на газ в Европе.

Мы полагаем, что в течение 2011 года дисконт российского рынка к иностранным будет уменьшаться под влиянием благоприятных для России факторов, среди которых сохранение низких процентных ставок и высокой ликвидности на мировых финансовых рынках, высокие цены на энергоносители, работа над улучшением имиджа страны в преддверии масштабной приватизации. Наш целевой уровень по индексу РТС на конец 2011г. составляет 2050 пунктов. По нашему мнению, быстрее других будут расти акции компаний, ориентированных на внутренний рынок.

Таблица. Значение P/E ведущих индексов

	2010	2011
РТС	8.71	7.42
FTSE 100	12.0	10.3
DAX	12.0	11.0
Bovespa	13.2	10.6
S&P 500	14.5	12.8
Shanghai Comp.	16.6	13.7
India Sensex	18.8	15.6
Nikkei225	18.1	15.9

Источник: Bloomberg

График. Динамика цен на нефть и CDS на российские гос.облигации



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

График. Динамика P/E индекса PTC и Ibovespa (Бразилия)



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Дисконт российского рынка к рынкам развивающихся стран сейчас выше, чем до кризиса.

Приватизация может придать импульс российскому рынку, поскольку государство должно будет улучшать инвестиционный имидж России в глазах инвесторов.

Таблица. Крупнейшие объекты, включенные в программу приватизации

Сектор	Стоимость доли (потенциальная), \$ млрд.	Дата	Доля государства	Приватизируемая доля	Доля государства после приватизации	
Роснефть	Нефть и газ	16.5	2011-13	75%	25%	50%
РЖД	Транспорт	15.0	2012-13	100%	25%	75%
ВТБ	Банки	12.4	2011-13	86%	36%	50%
Сбербанк	Банки	5.4	2011-13	60%	8%	53%
Связьинвест	Телекоммуникации	3.5	2013	54%	25%	29%
Объединенная зерновая компания	Сельское хозяйство	2.5	2011-12	100%	100%	0%
Совкомфлот	Транспорт	2.0	2011-13	100%	50%	50%
Русгидро	Электроэнергетика	1.0	2011-13	60%	8%	52%
Россельхозбанк	Банки	1.0	2011-15	100%	25%	75%
ФСК ЕЭС	Электроэнергетика	0.6	2011-13	79%	4%	75%
Аэропорт "Шереметьево"	Транспорт	0.5	2013	100%	25%	75%
Апатит	Химич. пром-ть	0.4	2011	20%	20%	0%
Росагролизинг	Банки	0.3	2011-13	100%	50%	50%
Восточный порт	Транспорт	0.2	2012-15	20%	20%	0%
Аэрофлот	Транспорт	0.2	2013	58%	8%	50%
Росспиртпром	Потреб. сектор	0.1	2012-15	100%	49%	51%
S7 Airlines	Транспорт	0.1	2011	26%	26%	0%
УАЗ	Машиностроение	0.1	2012-15	13%	13%	0%

Источник: Росимущество, Минфин, ММВБ, расчеты Прайм Марк

Увеличение бюджетного дефицита усилит стремление государства повысить налоги, и наиболее очевидный объект – сырьевые отрасли. Уже увеличен НДС на нефть и газ, введены пошлины на экспорт цветных металлов, и вполне можно ожидать новых шагов в этом направлении. Налоговая нагрузка нефтяной отрасли уже чрезмерна, а у Газпрома прочное лобби, но для остальных сырьевых компаний дальнейшее повышение налогов вполне реально. Может сократиться или быть вообще прекращено субсидирование (через низкие транспортные тарифы) таких отраслей, как угледобывающая и сталелитейная. Кроме того, ускорение инфляции представляет угрозу для регулируемых секторов, в частности электроэнергетического: государство может ограничить повышение тарифов, чтобы сдержать рост цен.

Рост дефицита бюджета будет вызван главным образом повышением социальных расходов в преддверии выборов. По сути, государство станет увеличивать частное потребление за счет сокращения инвестиций. Это, естественно, будет очень выгодно компаниям, ориентированным на внутренний рынок, в особенности тем, которые работают в неторгуемых секторах, таких как розничная торговля, услуги и телекоммуникации, и могут с легкостью перекладывать рост затрат на конечных потребителей.

Наиболее привлекательными в 2011 году будут акции компаний РФ, ориентированных на внутренний рынок и золотодобытчики. Наши фавориты в 2011г.:

Таблица. Фокус лист на 2011г.

	Текущая цена*, \$	Целевая цена, \$	Потенциал роста, %
Банки			
Сбербанк	3.51	4.39	25%
Банк Возрождение	42.2	46.8	21%
Нефть и газ			
Башнефть	44.0	55.4	26%
Телекомы			
МТС	8.24	13.60	65%
Металлургия			
Выкс.мет.завод	1466	2214	51%
Петропавловск	727	931	28%
High River Gold	1.18	1.62	37%
Мин.удобрения			
Сильвинит прив.	347	830	80%
Потреб.сектор			
X5	42.5	50.15	18%
Росинтер	13.3	23.7	20%
Электроэнергетика			
МРСК Холдинг	0.18	0.19	7%
Транспорт			
Аэрофлот	2.65	3.18	20%
FESCO	0.50	1.32	164%
Машиностроение			
Улан-Удэн. авиа.завод	2.23	2.54	25%
Недвижимость			
Группа ЛСР	9.20	12.7	38%

* на 15.12.2010

Источник: расчеты Прайм Марк

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Повышение налоговой нагрузки на нефтегазовый сектор для финансирования все увеличивающихся расходов бюджета является одной из ключевых тем в нефтегазовом секторе. Налоговая нагрузка на нефтяной сектор уже сейчас является чрезмерной и не стимулирует компании активно осваивать новые месторождения, а единичные налоговые льготы не меняют ситуацию в секторе кардинально. Если правительство не пойдет на реформирование налогообложения на новые месторождения, то уже через год-два в секторе будет наблюдаться спад добычи.

Рост налоговой нагрузки на сектор. Российское правительство находится в процессе формулирования значительных налоговых изменений для нефтегазовой отрасли. К лету 2011 г. Думе должны быть представлены поправки к законодательству о налогообложении нефтяной отрасли, которые вступят в силу с 2012 г. Детали нового налогового режима пока не раскрываются. Однако уже известно, что в ближайшее время повысится налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ), акцизы и экспортные пошлины на нефтепродукты.

Повышение НДПИ на нефть. С 1 января 2012г. и 2013г. НДПИ на нефть увеличится с текущих 419 руб. на 6.5% и 5.4% до 446 руб. и 470 руб., соответственно.

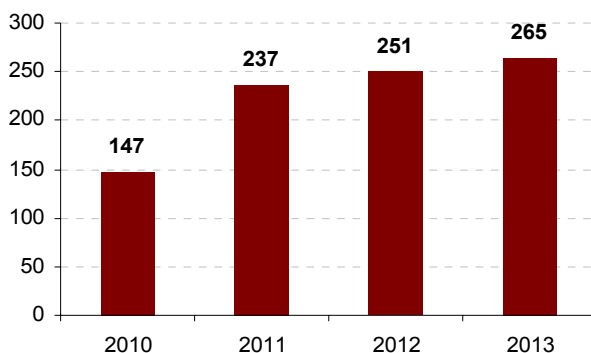
Таблица. Изменение НДПИ на нефть

Действующая формула НДПИ на нефть, руб./т	Формула НДПИ на нефть в 2012 г., руб./т	Формула НДПИ на нефть в 2013 г., руб./т
419*(цена на нефть Urals - 15)*обменный курс/261	446*(цена на нефть Urals - 15)*обменный курс/261	470*(цена на нефть Urals - 15)*обменный курс/261

Источник: Минфин, расчеты Прайм Марк

Повышение НДПИ на газ. Министерство финансов предложило повысить НДПИ на природный газ с текущего уровня в 147 руб./тыс. куб. м на 61% (до 237 руб./тыс. куб. м) в 2011 г. и затем – с темпами инфляции (на 6.0% до 251 руб./тыс. куб. м в 2012 г. и на 5.4% до 265 руб./тыс. куб. м в 2013 г.). Это подразумевает рост НДПИ на газ на \$3-\$5/тыс. куб. м в 2011- 2015 гг.

График. Возможное изменение НДПИ на газ, руб./тыс.куб.м.



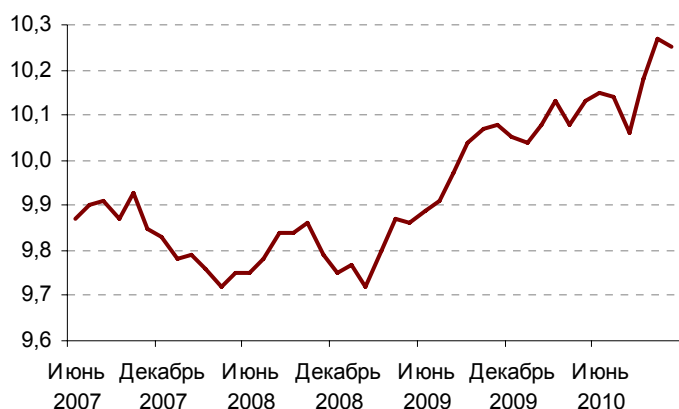
Источник: Минфин

Рост акцизов на нефтепродукты. Министерство финансов рекомендовало повысить акцизы на нефтепродукты на 1 руб./ литр, начиная с 2011 г., которые будут действительны три года. В результате акциз на бензин должен увеличиться на 34%-47% (на \$55-57/т) с текущего уровня, а акциз на дизельное топливо – на 111% (на \$49/т).

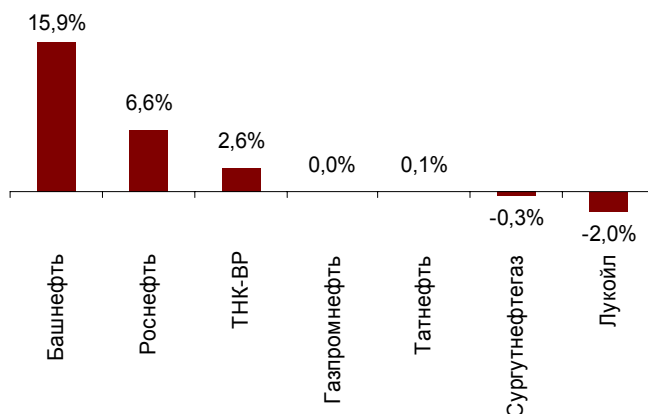
Повышение пошлин на нефтепродукты – основной фактор риска в 2011г. В настоящее время пошлина на светлые нефтепродукты составляет около 70%, а на темные – около 40% от экспортной пошлины на нефть. Существует три основных сценария повышения экспортных пошлин, каждый из них предполагает введение единой пошлины на светлые и темные нефтепродукты в размере: 1) 60%; 2) 70%; 3) 85–90%. Повышение экспортных пошлин до уровня свыше 70% сделает убыточными большинство НПЗ, и в результате правительство будет вынуждено субсидировать нефтепереработку для предотвращения дефицита топлива.

Добыча нефти в России в 2010г. достигла рекордного уровня. В октябре 2010г. она составляла 10.27 млн. баррелей в день. По итогам 11 месяцев 2010г. она выросла на 2.3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В следующем году прирост добычи может прекратиться, а уже с 2012-2013г. начнется ее постепенный спад, если не будет внедрено существенных налоговых стимулов для разработки новых месторождений. Наибольший прирост добычи с начала года показали Башнефть (+16%), Роснефть (+6.6%) и ТНК-ВР (+2.6%). Газпромнефть, Татнефть и Сургутнефтегаз показали нулевой прирост добычи. Добыча же Лукойла снизилась на 2% год-к-году.

График. Добыча нефти в России, млн. барр. в день **График. Прирост добычи нефти за 11М 2010г.**

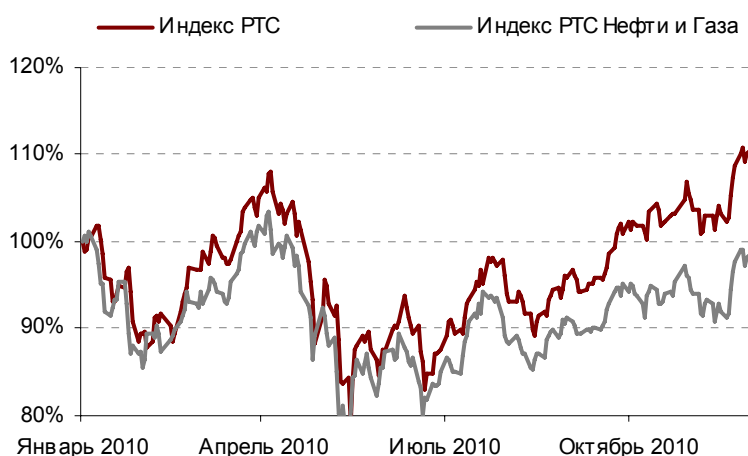


Источник: ЦДУ ТЭК



Источник: Данные компаний, расчеты Прайм Марк

График. Динамика индекса РТС и индекса РТС Нефти и Газа, %

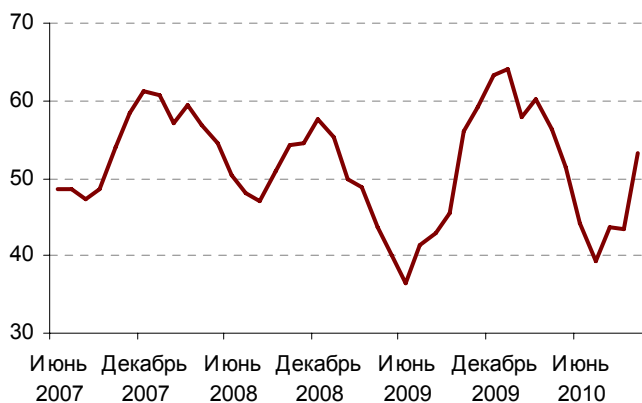


Источник: РТС, расчеты Прайм Марк

В 2010г. отставание акций нефтяного сектора от индекса РТС еще больше увеличилось.

Добыча газа в России увеличилась на 11.7% по итогам 10мес. 2010г. Рост добычи обусловлен восстановлением потребления газа в России и Европе. Также позитивным фактором для Газпрома стало то, что в декабре спотовые цены на газ в Европе впервые превысили контрактные цены Газпрома.

График. Добыча газа в России, млрд.куб.м.



Источник: ЦДУ ТЭК

Таблица. Сравнительный анализ нефтегазовых компаний

	Капитализация (млн.\$)	EV (млн.\$)	EV/EBITDA 2011	P/E 2011	EBITDA маржа, %	Чистая маржа, %	Целевая цена, \$ (консенсус)	Потенциал роста, %
Газпром	150 498	181 821	3.96	5.25	38%	23%	7.00	10%
Роснефть	75 353	88 476	4.98	7.81	26%	14%	8.72	23%
Лукойл	48 484	55 822	3.57	5.65	15%	8%	74.3	31%
ТНК-ВР	41 692	44 519	4.60	7.04	23%	14%	2.73	-2%
Сургутнефтегаз	35 349	25 660	3.60	9.06	35%	21%	1.18	20%
Новатэк	33 460	34 164	14.0	20.8	49%	33%	3.20	-11%
Газпромнефть	19 976	25 242	4.13	6.18	19%	10%	4.79	14%
Татнефть	10 533	14 583	4.49	6.66	20%	11%	5.38	11%
Башнефть	7 487	9 530	3.18	5.78	24%	12%	52.7	20%
Медиана			4.13	6.66	24%	14%		13%
Аналоги развив. рынки			6.99	10.46	24%	11%		
Аналоги развитые рынки			3.63	8.92	19%	7%		
Премия/дисконт российских компаний к аналогам:								
<i>Развивающиеся рынки</i>			-41%	-36%				
<i>Развитые рынки</i>			14%	-25%				

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

Российские нефтегазовые компании, за исключением, пожалуй, Новатэка, недооценены по сравнению со своими аналогами из развивающихся и развитых стран. Такая недооценка обусловлена отсутствием реформ в налогообложении нефтяного сектора и неблагоприятной конъюнктурой рынка газа для Газпрома в Европе. Ожидаемые нововведения в налогообложении на новые месторождения запланированные на середину следующего года и улучшающаяся конъюнктура рынка газа в Европе позитивным образом скажутся на оценке российских акций и приведут к сокращению существующего дисконта к компаниям аналогам.

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

Ближайший год будет весьма успешным для отечественных банков. На российском рынке кредитования начинается новый цикл. Макроэкономическая ситуация вполне благоприятна: прогноз роста ВВП – не менее 3%, инфляция чуть ускорится, а кредитная активность восстанавливается, ухудшение качества активов и сильное давление на процентную маржу остались в прошлом. У российских кредитных организаций есть все шансы на повышение в 2011г.. доходности собственного капитала на фоне ускорения роста кредитования, восстановления чистой процентной маржи и снижения стоимости риска. Качество активов уже улучшается, что уменьшает необходимость создания значительного объема резервов. Мы ожидаем, что в 2011г. банки смогут высвободить часть своих резервов, что положительным образом отразится на их прибыли.

Как и в 2010г. мы рекомендуем сохранять высокую долю банков в портфеле.

Доходность активов и процентная маржа вырастут. В 2010 году средняя ставка по кредитам упала на 5% до менее чем 9% и вскоре должна стабилизироваться, при этом потенциал снижения ставок по депозитам уже исчерпан. Это должно хорошо сказаться на марже банков, особенно сберегательных, таких как Сбербанк и Банк Возрождение. Доходность активов также должна возрасти за счет более активного роста розничного кредитования, которое традиционно более маргинально по сравнению с корпоративным. Ставки в реальном выражении становятся отрицательными, это вынудит клиентов банков больше занимать, чем сберегать.

Возможное вступление России в ВТО окажет малое влияние на сектор, поскольку оно не предполагает снятия запрета на открытие филиалов иностранными банками в стране напрямую и 50%-го ограничения на их участие в капитале банковского сектора.

Уровень проникновения банковских услуг в российской экономике является крайне низким не только по сравнению с развитыми, но и с ведущими развивающимися странами. В России объем кредитования составляет около 40% ВВП по сравнению с 90% в Бразилии и 120% в Китае. Более того, объем розничного кредитования соответствует всего 9% ВВП, при этом в Китае, Индии и Бразилии он составляет более 15%, а в ЕС 60%. Восстановление российской экономики, рост доходов населения и улучшение качества банковских продуктов будут способствовать развитию российского банковского сектора.

В акциях Сбербанка возможен спекулятивный рост на ожиданиях запуска программы депозитарных расписок и приватизации. Основным драйвером в акциях Сбербанка в 2011г. станут запуск программы депозитарных расписок и приватизация 7.6% акций Сбербанка. В то же время с фундаментальной точки зрения акции банка уже оценены справедливо по отношению к аналогам из развивающихся стран, а потенциальное улучшение показателей деятельности Сбербанка в виде роспуска резервов и увеличение процентной маржи пока, скорее всего, откладывается на второе полугодие.

Акции ВТБ могут расти на новостях о новых приобретениях. На котировки ВТБ положительное влияние в нынешнем году оказало существенное восстановление чистой прибыли, планы приватизации банка, а также сделки в сфере слияний и поглощений. В следующем году ВТБ может продолжить свою активность на рынке слияний и поглощений, что может стать основным драйвером роста его котировок. Наиболее громкой сделкой может стать покупка контрольного пакета Банка Москвы, пятого по величине банка в стране.

Акции банков второго эшелона остаются весьма привлекательными. Акции Банка Санкт-Петербург продемонстрировали наиболее впечатляющий рост (80% с начала года), тем не менее, ограниченный потенциал роста в них еще сохраняется. Банк Возрождение, который пока является аутсайдером по динамике котировок (8% с начала года), должен наверстать упущенное благодаря восстановлению финансовых показателей с IV квартала 2010г. Привилегированные акции МДМ банка, показавшего отрицательную динамику в этом году, могут показать существенный рост в начале следующего года на фоне ожиданий выплаты дивидендов сразу за 2009 и 2010гг.

Сравнительный анализ банков

	Страна	Капитализация, \$млн.	P/BV			P / E		ROE	
			2009	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Российские банки									
Сбербанк	Россия	60 757	2.81	2.69	2.22	16.22	9.71	17%	24%
ВТБ	Россия	30 238	1.97	1.92	1.66	19.96	15.18	10%	13%
Банк Возрождение	Россия	866	1.93	1.73	1.48	46.02	12.43	5%	14%
Банк Санкт-Петербург	Россия	1 393	2.24	2.43	2.03	16.27	7.06	11%	22%
Банк Москвы	Россия	5 592	2.11	1.77	1.33	16.33	10.04	14%	18%
Медиана			2.11	1.92	1.66	16.33	10.04	11%	18%
Банки Восточной Европы и Турции									
Akbank	Турция	22 246	2.23	2.00	1.77	10.88	10.77	19%	17%
Garanti bank	Турция	22 233	2.43	2.16	1.87	10.17	10.10	23%	20%
Isbank	Турция	17 413	1.64	1.57	1.35	8.54	8.45	21%	18%
OTP	Венгрия	6 461	1.13	1.08	1.00	12.49	8.84	10%	12%
BRE	Польша	3 637	2.87	2.15	1.76	22.12	15.33	10%	12%
Bank Pekao	Польша	13 867	2.56	2.52	2.39	19.44	15.96	14%	15%
PKO BP	Польша	16 944	2.62	2.70	2.49	17.58	13.17	15%	18%
Komerční	Чехия	8 041	2.42	2.32	2.14	13.51	12.34	18%	18%
Медиана			2.42	2.15	1.82	13.00	11.55	16%	18%
Банки стран БРИК									
China Construction Bank	Китай	201 442	2.77	2.18	1.93	11.08	9.30	22%	22%
Bank of China	Китай	128 130	1.80	1.60	1.45	9.61	8.26	18%	18%
Bank of Communications	Китай	54 490	2.19	1.58	1.39	9.21	7.68	20%	19%
ICBC	Китай	213 873	2.36	-	-	9.71	8.23	21%	22%
HDFC	Индия	22 688	7.74	4.13	3.61	29.83	25.10	18%	18%
State Bank of India	Индия	43 089	2.68	1.91	1.64	13.60	10.07	16%	17%
ICICI Bank	Индия	27 150	3.02	2.36	2.19	25.04	19.59	10%	11%
Itau Unibanco	Бразилия	91 195	1.98	2.93	2.51	12.39	10.46	24%	24%
Banco do Brazil	Бразилия	48 315	2.54	2.12	1.72	9.35	8.12	23%	21%
Bradesco	Бразилия	63 106	2.66	-	-	11.23	9.90	22%	22%
Медиана			2.60	2.15	1.82	11.16	9.60	20%	20%
Премия/дисконт российских банков к аналогам:									
Восточная Европа и Турция			-13%	-11%	-9%	26%	-13%		
Страны БРИК			-11%	-11%	-9%	46%	5%		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

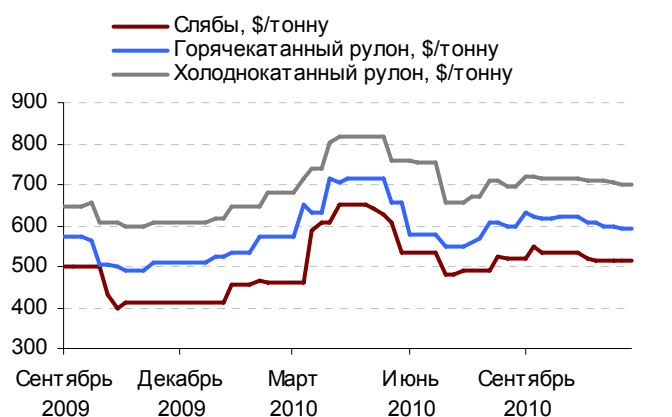
ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

Если Россия войдет в ВТО, могут быть сняты ограничения на экспорт российской стали в Европу и Северную Америку. С другой стороны, присоединение к ВТО может усилить конкуренцию на внутреннем рынке, которую российским компаниям составляют зарубежные, в особенности из стран СНГ. В целом, долгожданное вхождение в ВТО представляется позитивным для сталелитейных компаний и потенциально опасным для производителей труб.

Потребление стали в России продолжит увеличиваться. Этот рост будет поддерживаться постепенным восстановлением жилищного строительства и масштабными капиталовложениями Газпрома и Транснефти.

Перспективы мирового рынка целиком зависят от Китая, который по-прежнему будет определять уровень мирового спроса на сырье для производства стали. Начало года, вероятно, будет обнадеживающим благодаря восстановлению цен на железную руду и коксующийся уголь, которое продолжится в первом квартале. Это должно оказать дополнительную поддержку ценам на сталь и укрепить оптимизм инвесторов в отношении интегрированных сталелитейных компаний.

График. Экспортные цены на российский прокат, \$/тонну FOB



Источник: Bloomberg

Экспортные цены на российский прокат стабилизировались, но возможно возобновят рост после новогодних праздников.

Самые высокие темпы роста спроса на сталь ожидаются в СНГ. Согласно прогнозам Всемирной ассоциации сталепроизводителей (World Steel Association), мировой спрос на сталь в 2011 г. вырастет на 5,3% год к году, при этом рост потребления стали в странах СНГ оценивается в 11%, и это будут самые высокие темпы роста данного показателя среди стран мира. Мы ожидаем, что наиболее ощутимый прирост внутреннего потребления в следующее году придется на длинномерный прокат для строительной индустрии: в преддверии парламентских и президентских выборов власти будут решительнее добиваться увеличения объемов вводимого в строй жилья.

Масштабные капиталовложения Газпрома и Транснефти на строительство новых трубопроводов позитивным образом скажутся на спросе на трубы. Основным бенефициаром реализации данного сценария мы считаем Выксунский металлургический завод, являющегося самым крупным производителем труб большого диаметра в стране.

Таблица. Сравнительный анализ компаний черной металлургии

	Капитализация (млн.\$)	EV (млн.\$)	EV/EBITDA 2011	P/E 2011	EBITDA маржа, %	Чистая маржа, %	Целевая цена, \$ (консенсус)	Потенциал роста, %
Северсталь	16 758	20 839	5.85	11.89	20%	8%	18.1	9%
Евраз	14 997	22 279	6.49	14.62	22%	7%	39.1	14%
НЛМК	27 047	27 996	8.58	13.05	32%	20%	40.4	-11%
ММК	12 369	14 827	6.26	12.80	23%	9%	15.9	12%
Мечел	11 693	20 660	7.30	10.90	26%	12%	31.4	12%
Ашинский МЗ	277	316	3.41	5.74	16%	8%	0.65	15%
Медиана			6,38	12,34	23%	9%		
Аналоги развив. рынки			5,68	9,79	16%	7%		
Аналоги развитые рынки			6,96	18,59	11%	4%		
Премия/дисконт российских компаний к аналогам:								
<i>Развивающиеся рынки</i>			12%	26%				
<i>Развитые рынки</i>			-8%	-34%				

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ И ДРАГ.МЕТАЛЛЫ

Учитывая значительный дефицит российского бюджета и приоритетность социальных расходов, мы полагаем, что налоговое бремя всех сырьевых секторов будет возрастать. Правительство уже повысило экспортные пошлины на никель и медь до 10%.

Опасения инвесторов в отношении устойчивости роста китайской экономики, а также серьезные финансовые проблемы, которые испытывают некоторые европейские страны во II полугодии 2010 г., стали причиной волатильности на рынках базовых металлов. Мы полагаем, что такая волатильность может сохраниться и в следующем году и поэтому привлекательность компаний производителей промышленных металлов мы оцениваем как умеренную.

Мы по-прежнему положительно оцениваем перспективы цен на золото и золотодобывающей промышленности. Хотя острая фаза мирового кризиса миновала, участники рынка все еще испытывают сомнения относительно судьбы доллара как основной резервной валюты и опасаются инфляционных рисков, что побуждает инвесторов искать универсальные средства сбережения, каковым и является золото. Рост цен на золото будет ускорен ограниченностью его предложения и активной скупкой металла центробанками развивающихся стран, а также устойчиво высоким инвестиционным спросом и восстановлением спроса на ювелирные изделия в активно развивающихся экономиках Китая и Индии.

В 2011г. мы рекомендуем покупать золотодобывающие компании второго эшелона, ведущих основную производственную деятельность в России, среди которых Петропавловск, Highland Gold и High River Gold, мультипликаторы которых заметно ниже чем у лидеров отрасли Полюс Золота и Полиметалла.

Таблица. Сравнительный анализ компаний цветной металлургии

	Капитализация (млн.\$)	EV (млн.\$)	EV/EBITDA 2011	P/E 2011	EBITDA маржа, %	Чистая маржа, %	Целевая цена, \$ (консенсус)	Потенциал роста, %
Норильский Никель	41 892	42 926	5.88	8.42	48%	32%	231	5%
Русал	5 028	17 744	5.23	2.00	27%	20%	12.0	17%
Челябинский цинк	234	206	2.59	6.48	19%	9%	6.60	17%
Аналоги EM (Никель)			7.74	12.0	55%	36%		
Аналоги DM (Никель)			5.48	9.85	41%	20%		
Аналоги EM (Алюминий)			12.1	16.4	11%	3%		
Аналоги DM (Алюминий)			9.46	28.2	13%	2%		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

УГОЛЬ

Лучшей ставкой на рост в секторе будут акции Распадской. Добыча коксующегося угля должна возрасти на фоне повышения экспортного спроса. Почти все российские сталелитейные компании работают на полную мощность, что помогает угледобывающим компаниям поддерживать высокие объемы добычи. Благоприятная конъюнктура на экспортных рынках сложившиеся главным образом благодаря спросу со стороны развивающихся экономик и в первую очередь китайской будет способствовать дальнейшему увеличению добычи угля. В 2011г. мы прогнозируем повышение мировой и внутренней цены на коксующийся уголь в среднем на 25%.

ТРАНСПОРТ

Ключевыми видами транспорта в России в структуре пассажирооборота являются железнодорожный, воздушный и автомобильный транспорт. Если раньше основной объем перевозок приходился на ж/д транспорт, то по итогам 9М 2010г. доля каждого из них была почти равной и составила около 33% от общего пассажирооборота. При этом воздушный транспорт является одним из наименее развитых (уровень проникновения составляет менее 20% от уровня европейских стран). Развитие данного вида транспорта на сегодняшний день сдерживается низким уровнем развития аэропортовой инфраструктуры и пока еще высокими ценами на авиабилеты. Однако решение этих задач будет способствовать стремительному росту пассажиропотока на авиатранспорте.

Наибольшие темпы роста пассажирооборота в 2010г. демонстрирует воздушный транспорт, темпы роста которого за 9М 2010г. составили 31%, при этом пассажирооборот ж/д транспорта напротив снизился на 10.6%. Однако в 3кв.2010г. картина начала меняться. Темпы роста пассажирооборота на воздушном транспорте начали снижаться, при этом

Аэрофлот – наш фаворит в секторе. Мы отдаем предпочтение Аэрофлоту, поскольку видим целый ряд факторов, способных обеспечить рост котировок компании. В их числе: 1) значительное увеличение рост пассажиропотока на внутренних на- правлениях, 2) консолидация с другими авиаперевозчиками, 3) реструктуризация дочерних компаний; (4) продажа Шереметьево-3 (терминал D), 4) потенциальное повышение ликвидности акций компании. Дополни- тельными позитивными факторами могут стать IPO компаний отрасли (Трансаэро) и публикация Аэрофлотом новой стратегии развития.

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

С 1 января 2011г. оптовый рынок электроэнергии будет полностью либерализован. Помимо либерализации основным катализатором роста прибылей генерирующих компаний будут дальнейший рост спотовых цен на электроэнергию и введение долгосрочного рынка мощности. Либерализация и введение долгосрочного рынка полностью выявят преимущества наиболее эффективных компаний в условиях рыночного ценообразования.

Следующий год станет годом консолидации сектора. После реорганизации РАО ЕЭС на рынке появилось более двухсот независимых компаний. Сразу после этого в секторе активизировался процесс слияний и поглощений, который продолжается до сегодняшнего дня. Следующий год возможно будет отмечен наиболее самой масштабной консолидацией, которая когда-либо происходила в секторе. Одним из наиболее активных участников этих сделок, вероятно, станет Интер РАО, которая в настоящее время находится в процессе размещения доэмиссии объемом \$21 млрд. долл. В результате которой будет приобретен ряд энергетических активов, в настоящее время находящихся в собственности государства, ФСК, РусГидро и ряда частных инвесторов, и создана энергокомпания национального масштаба. В качестве других активных игроков на рынке M&A следует также назвать Газпром, уже объявивший о плане консолидации ОГК-2 и ОГК-6, а также Комплексные энергетические системы, которые, возможно, продолжат работу по консолидации ТГК-5, ТГК-6, ТГК-7 и ТГК-9.

В отличие от большинства участников рынка мы не ожидаем, что в следующем году может состояться переход сегмента генерации и транспортировки тепла ТГК на новую систему долгосрочного регулирования тарифов тарифов, в том числе на RAB. В отличие от электроэнергии доля населения в потреблении тепла является доминирующей, и правительство не допустит резкого скачка цен на коммунальные услуги в предвыборный год.

По закону МРСК должны перейти на новую систему долгосрочного регулирования тарифов с 1 января 2011 года. Мы полагаем, что большинство из 69 регионов Холдинга МРСК начнет работать в рамках системы RAB со следующего года. Переход всех распределительных компаний на RAB-регулирование существенно увеличит их прибыль. Расчет тарифов по методу RAB обеспечит компаниям гарантированную доходность капиталовложений и будет стимулировать их к сокращению издержек.

Мы по-прежнему считаем акции МРСК Холдинга одной из лучших идей в секторе. Ключевой параметр RAB-регулирования – величина исходной регулируемой базы активов (iRAB), доходность которых для распределительных компаний будет достигать 11%. Основной риск состоит в том, что окончательные параметры RAB окажутся ниже прогнозов компаний и, следовательно, не оправдают ожиданий инвесторов. Среди МРСК мы по-прежнему отдаем предпочтение Холдингу МРСК, акции которого являются наиболее ликвидными в секторе и могут служить страховкой от рисков отдельных компаний.

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

Доходы населения - это, пожалуй, единственная экономическая характеристика в России, которая уже давно превысила докризисный уровень. Россия проводила и проводит политику экономического роста ориентированного на потребительский спрос.

Рост социальных выплат, поддержка неэффективных отраслей для сохранения социальной стабильности и низкого уровня безработицы, стимулирование развития потребительского кредитования, все это говорит о том, что в России в гораздо большей степени стимулируется потребительский спрос, нежели проводится работа по модернизации предложения. С учетом приближающихся выборов перекос в пользу стимулирования потребления, скорее всего, продолжится.

За девять месяцев 2010 г. совокупная выручка четырех публичных российских продовольственных ритейлеров выросла на 22% год к году. Благодаря восстановлению потребительского спроса продуктовая розница будет расти быстрее российского ВВП в 2011г., а динамика выручки ведущих продуктовых ритейлеров окажется гораздо лучше, чем в их сегментах рынка в целом. Несмотря на высокие рыночные коэффициенты, акции российских продовольственных ритейлеров остаются инвестиционно привлекательными благодаря динамичным темпам роста и стабильным денежным потокам. X5 и Магнит дополняют друг друга: одна компания занимает более сильные позиции в Москве и Санкт-Петербурге, а другая – на региональных рынках.

Наиболее привлекательными акциями в сегменте мы считаем X5 и Дикси.

Сравнительный анализ ритейлеров

Компания	Страна	Капитализация, \$млн	EV, \$m	P/E			EV/EBITDA			EV/S		
				10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
X5	Россия	11 392	12 706	37.1	23.1	17.6	14.0	11.1	9.5	1.1	0.9	0.7
Магнит	Россия	12 812	13 516	35.8	26.0	19.7	21.6	15.1	11.0	1.8	1.2	0.9
Дикси	Россия	1 127	1 369	42.4	26.0	18.2	10.8	8.9	7.5	0.6	0.5	0.4
7-й континент	Россия	605	857	14.0	8.9	7.4	6.3	5.3	4.7	0.5	0.4	0.4
Среднее по рос. компаниям				36.7	24.7	18.7	17.7	13.0	10.2	1.4	1.0	0.8
Ритейлеры развитых стран												
WAL-MART STORES	США	197 392	230 805	14.1	13.3	12.6	7.4	6.9	6.6	0.6	0.5	0.5
TESCO	Великоб-я	54 201	70 700	14.5	12.9	11.6	9.4	8.5	7.8	0.8	0.7	0.7
CARREFOUR	Франция	29 536	41 546	15.6	12.7	10.8	6.5	5.8	5.3	0.3	0.3	0.3
KROGER	США	13 169	20 801	12.2	11.7	10.8	5.6	5.5	5.2	0.3	0.3	0.2
KONINKLIJKE AHOLD	Нидерланды	14 954	16 655	11.4	10.2	9.5	5.8	5.5	5.3	0.4	0.4	0.4
SAFEWAY	США	7 997	12 427	13.8	13.0	12.4	5.3	5.1	4.9	0.3	0.3	0.3
SAINSBURY	Великоб-я	11 031	13 545	16.6	14.6	13.1	7.5	6.9	6.4	0.4	0.4	0.4
COLRUYT SA	Бельгия	8 421	8 345	19.3	18.0	16.7	10.6	9.7	9.0	0.9	0.9	0.8
DELHAIZE GROUP	Бельгия	7 089	10 067	9.9	9.6	9.0	4.9	4.9	4.6	0.4	0.4	0.3
AXFOOD AB	Швеция	1 885	1 910	15.2	14.5	14.0	7.5	7.1	6.9	0.4	0.4	0.4
Среднее по аналогам развитых стран				14,2	13,0	12,1	7,5	7,0	6,5	0,6	0,5	0,5
Ритейлеры развивающихся стран												
WALMART DE MEXICO	Мексика	49 827	48 264	31.5	25.8	21.4	18.1	15.1	12.8	1.8	1.5	1.3
ORGANIZACION SORIANA	Мексика	5 636	6 272	22.1	19.1	16.6	10.9	9.9	8.9	0.8	0.8	0.7
CIA BRASILEIRA	Бразилия	8 092	9 052	16.2	11.2	8.1	4.7	3.2	2.6	0.3	0.2	0.2
SHOPRITE HOLDINGS	ЮАР	7 902	7 712	24.3	21.0	18.0	12.7	10.7	9.3	0.8	0.7	0.6
MIGROS TICARET A.S	Турция	3 252	4 114	37.4	26.3	-	14.5	12.6	-	0.9	0.8	-
BIM BIRLESIK MAGAZALAR	Турция	5 244	5 133	33.6	27.2	22.2	22.2	18.0	14.9	1.2	0.9	0.8
JERONIMO MARTINS	Португ-я	10 233	11 142	27.9	22.6	19.3	13.0	11.3	10.0	1.0	0.9	0.8
EUROCASH	Польша	1 236	1 204	27.0	21.4	18.2	15.3	12.1	10.9	0.5	0.4	0.4
Среднее по аналогам развивающихся стран				28,8	23,3	18,6	15,5	13,0	10,7	1,3	1,1	1,0

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

ТЕЛЕКОМЫ

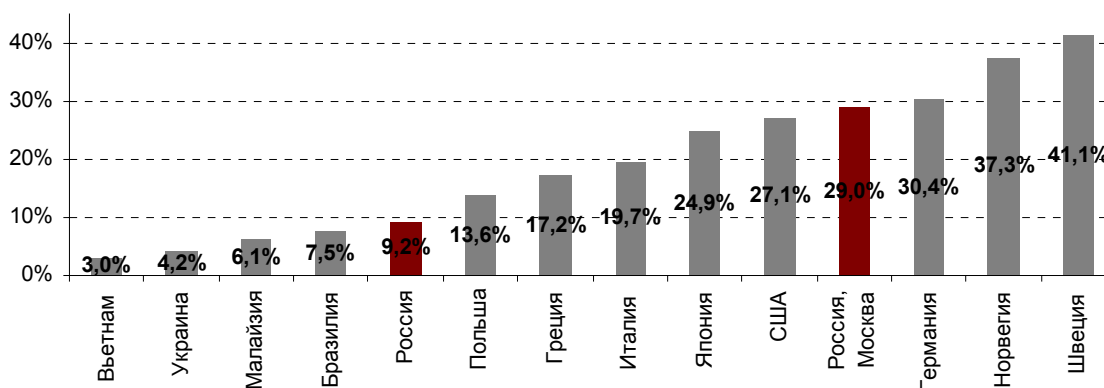
В 2011г. “ландшафт” отрасли существенно изменится. В 1-м квартале 2011г. должны завершиться сразу три крупных события на рынке телекоммуникаций: реорганизация Ростелекома, присоединение Комстара к МТС и формирование нового Вымпелкома. В результате на российском рынке телекоммуникаций останутся всего четыре крупных игрока «большая тройка» и объединенный Ростелеком. На фондовом же рынке, если Мегафон не проведет в следующем году IPO останутся акции всего трех компаний, при этом российскими можно будет считать лишь бумаги Ростелекома и МТС. Это, безусловно, положительным образом отразится на инвестиционном спросе на эти бумаги.

Потребительского спрос является главным драйвером сектора. Около 73% доходов сектора приходится на услуги, оказываемые населению. Стимулирования потребительского спроса в России в следующем году продолжится, что станет основой для позитивной динамики финансовых показателей сектора.

Акции телекоммуникационного сектора традиционно выступают в качестве защитных от значительных колебаний рынка. В силу того, что на рынках наблюдается высокая неопределенность, мы считаем, что эти акции будут пользоваться спросом у инвесторов.

Основными катализаторами роста доходов отрасли в ближайшие несколько лет будут Интернет услуги, особенно ШПД (широкополосный доступ в Интернет), спрос на который пока далек от насыщения.

График. Уровень проникновения ШПД в разных странах (2009 год)



Источник: ITU, AC&M Consulting, расчеты Прайм Марк

Фиксированная связь

Мы в целом позитивно смотрим на рынок фиксированной связи В 2011 доходы от услуг фиксированной связи будут расти на 5-9% (ФСТ уже установила максимальный возможный рост тарифов фиксированной связи в 2011-ом году на уровне 8-9%). Основным драйвером роста выручки останутся услуги ШПД. По нашим оценкам рост составит 30%. Доходы от услуг дальней связи останутся на уровне 2010 года. Рентабельность бизнеса не претерпит значительных изменений и останется на прежнем уровне.

Мы по-прежнему считаем, что акции МРК являются хорошим способом «взять» риск на Российский рынок телекоммуникаций. Однако мы считаем, что краткосрочный потенциал роста акций МРК, обусловленный доходностью к конвертации в акции Ростелекома, почти полностью исчерпан.

Таблица. Потенциальная доходность акций МРК с учетом коэффициентов конвертации

	Текущая рыночная цена*, руб.		Коэффициент конвертации		Дох-ть к конвертации по текущей рыночной цене Ростелекома		Дох-ть к конвертации по консенсус прогнозу цены Ростелекома	
	Обычка.	Преф.	Обычка.	Преф.	Обычка.	Преф.	Обычка.	Преф.
Ростелеком	136	110	1.0	-	0%	-	-14%	-
Уралсвязьинформ	1.19	0.92	87.3	112	31%	32%	12%	13%
СЗТ	24.7	19.4	4.10	5.22	34%	34%	14%	14%
Сибирьтелеком	2.19	1.71	46.5	59.4	33%	34%	14%	14%
Волгателеком	114	89.8	0.89	1.13	34%	33%	15%	14%
ЮТК	5.23	4.11	19.4	24.6	34%	34%	15%	15%
Дальсвязь	108	84.9	0.94	1.20	34%	34%	14%	14%
Центртелеком	26.2	20.6	3.87	4.92	34%	34%	14%	14%

* цены на закрытие 15 октября

Источник: Данные компаний, ММВБ, расчеты Прайм Марк

Кроме того, существует определенный риск, что конвертация может быть заморожен, т.к. правительство озабочилось возможной потерей контроля над объединенным Ростелекомом и призывает проверить правильность расчетов коэффициентов конвертации. На наш взгляд, риск того, что коэффициенты конвертации будут пересмотрены и изменены, является минимальным.

Что касается привилегированных акций Ростелекома, то мы считаем, что в следующем году могут быть повторены попытки изменить дивидендную политику Ростелекома. Однако возможность принятия благоприятного для владельцев префов решения пока на наш взгляд остается невысокой.

Мобильная связь

В секторе мобильной связи доходы от традиционных услуг голосовой связи, вероятно, будут стагнировать, так как сильная конкуренция в условиях отсутствия роста абонентской базы вынудит операторов продолжать снижать стоимость звонков. Отчасти снижение стоимости может быть компенсировано ростом продолжительности разговором. Сейчас основным драйвером роста являются услуги передачи данных по сетям мобильной связи – ожидается, что в ближайшие пять лет этот сегмент будет расширяться более чем на 20% в год.

Вымпелком недорог, но риски для инвесторов гораздо выше, чем в МТС.

Насыщенность рынка мобильной связи в России вынуждает сотовых операторов активно проводить международную экспансию, которая может стать еще одним драйвером роста в 2011 году. Вымпелком, после поглощения Wind и Orascom Telecom VimpelCom Ltd, может превратиться в крупного глобального игрока. После приобретения Weather Investments доля России и рынков СНГ в совокупной выручке компании снизится ниже 50%. Однако, учитывая высокое долговое бремя Вымпелкома, которое может в 2011 году достичь \$24 млрд. долл., и относительно высокую стоимость сделок, мы считаем, что МТС является более привлекательной инвестиционной историей. Так же стоит отметить, что на акции МТС выплачиваются высокие дивиденды. В 2010 году почти вся прибыль МТС за 2009г. была направлена на выплату дивидендов.

Мы отдаем предпочтение МТС, учитывая, что компания сосредоточила деятельность на рынках России и СНГ, обладает устойчивым финансовым положением, в том числе низкой долговой нагрузкой, и неплохими перспективами роста. Значительный денежный поток позволит МТС и дальше выплачивать щедрые дивиденды (АФК Система, являющаяся главным акционером МТС, испытывает потребность в денежных средствах, которые видимо, будут направлены на развитие Башнефти).

Сравнительный анализ телекомов

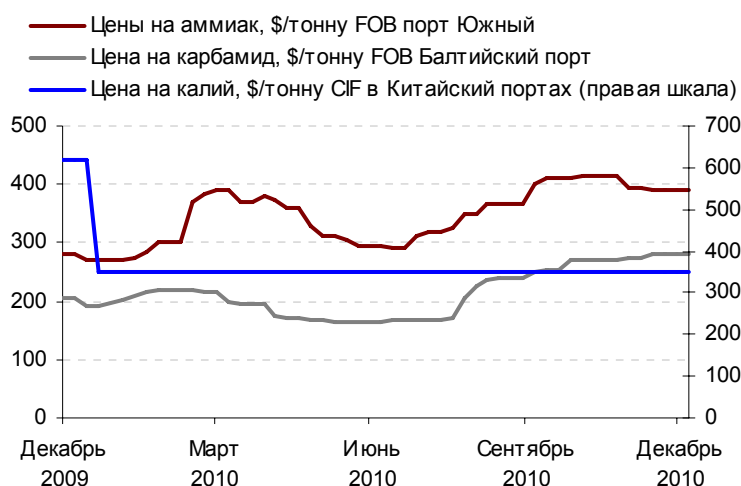
	Страна	Капитализация, \$млн.	EV/EBITDA			P / E			Маржа EBITDA, % 2011	Чистая маржа, % 2011
			2010	2011	2012	2010	2011	2012		
Российские компании										
Объед-й Ростелеком	Россия	10 348	3.77	3.67	3.50	9.39	8.90	7.76	37%	12%
MTC (локальные акции)	Россия	16 744	4.19	3.82	3.48	10.2	7.87	7.05	48%	17%
MTC (АДР)	Россия	22 883	5.00	4.56	4.16	12.7	9.8	8.80	44%	17%
Vimpelcom Ltd.	Россия	18 684	4.40	4.05	3.77	10.58	8.90	7.56	47%	18%
Медиана			4.30	3.93	3.64	10.39	8.90	7.66	46%	17%
Компании Восточной Европы и Турции										
Turkcell	Турция	14 612	6.83	6.29	5.75	11.8	10.9	10.2	34%	20%
Magyar Telecom	Венгрия	2 626	3.76	3.86	3.85	10.41	10.54	10.14	39%	11%
Telefonica O2	Чехия	6 439	4.97	5.07	5.23	12.1	12.1	11.2	42%	19%
Telekomunikacja Polska	Польша	7 391	4.39	4.33	4.29	18.8	17.1	15.9	38%	9%
Hellenic Telecom.	Греция	4 378	3.95	4.11	4.01	10.15	9.49	8.26	34%	7%
Медиана			4.39	4.33	4.29	11.8	10.9	10.2	38%	11%
Компании Западной Европы										
Teliasonera	Швеция	35 485	7.82	7.61	7.39	11.4	11.1	10.4	35%	20%
Telenor	Норвегия	25 582	6.20	5.72	5.21	14.0	11.7	10.3	30%	12%
Tele2	Швеция	9 364	6.51	6.09	5.56	10.5	11.7	10.5	26%	13%
Vodafone	Британия	136 537	8.49	8.36	8.27	10.3	10.03	9.74	32%	19%
Mobistar	Бельгия	3 685	5.63	5.80	5.87	11.1	11.8	12.1	32%	14%
Telefonica	Испания	104 182	5.00	5.32	5.24	9.3	8.95	8.94	38%	14%
Deutsche Telecom	Германия	56 836	4.46	4.55	4.54	12.5	12.8	12.4	32%	5%
France Telecom	Франция	56 205	4.80	4.81	4.87	8.47	9.05	9.05	34%	10%
Медиана			5.91	5.76	5.40	10.8	11.4	10.4	32%	13%
Компании Китая и Юго-Восточной Азии										
China Mobile	Китай	196 971	4.29	4.11	4.01	10.97	10.57	10.23	48%	24%
China Unicom	Китай	34 476	4.89	4.44	4.04	55.91	30.98	21.13	37%	4%
Maxis	Малайзия	12 596	9.74	9.24	8.81	17.09	15.99	15.22	49%	26%
Globe Telescom	Филлипины	2 453	4.24	4.07	4.08	10.09	10.15	10.16	55%	16%
Digi.Com	Малайзия	6 160	8.48	8.10	7.76	17.16	16.22	15.35	43%	21%
Taiwan Mobile	Тайвань	8 629	9.32	9.25	9.16	18.44	17.36	16.41	41%	21%
M1	Сингапур	1 586	7.41	7.22	7.05	13.21	12.57	12.13	36%	18%
Медиана			7.41	7.22	7.05	17.09	15.99	15.22	43%	21%
Компании Северной Америки										
America Movil	Мексика	113 282	5.97	5.67	5.38	15.6	13.5	12.6	40%	18%
AT&T	США	172 749	5.66	5.42	5.23	12.6	11.6	10.9	36%	12%
Verizon Communications	США	98 259	4.37	4.22	4.03	15.5	15.3	13.9	33%	6%
Медиана			5.66	5.42	5.23	15.47	13.55	12.64	36%	12%
Премия/дисконт рос. телекомов к аналогам:										
<i>Восточная Европа и Турция</i>			-2%	-9%	-15%	-12%	-18%	-25%		
<i>Западная Европа</i>			-27%	-32%	-33%	-4%	-22%	-26%		
<i>Китай и Юго-Восточная Азия</i>			-42%	-46%	-48%	-39%	-44%	-50%		
<i>Северная Америка</i>			-24%	-27%	-30%	-33%	-34%	-39%		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ

Цены на удобрения будут расти в следующем году. Произошедшее осенью 2010г. ралли на пшеницу зерно и сою, позитивным образом скажется на спросе со стороны фермеров, что приведет к росту цен на минеральные удобрения. Мы ожидаем, что калийные удобрения продолжат дорожать, поскольку спрос на них превышает предложение, и в 2011 году спотовые цены могут превысить \$450 за тонну (CFR).

График. Цены на минеральные удобрения



Источник: Bloomberg

Центральное событие – консолидация калийной отрасли. Консолидация может привести к повышению стоимости Уралкалия и Сильвинита. Наиболее выгодным входом в объединенную компанию Уралкалия и Сильвинита мы считаем привилегированные акции Сильвинита, однако риск здесь по-прежнему высок, поскольку пока не озвучены все параметры сделки.

Акции Акрона сейчас подвержены сразу нескольким негативным факторам, которые связаны с повышением внутренних цен на калийные удобрения и газ, высокой долговой нагрузкой, а также ожидаемым снижением рентабельности, которое, в свою очередь, может усугубить проблемы денежной ликвидности.

Таблица. Сравнительный анализ производителей удобрений

	Капитализация (млн.\$)	EV (млн.\$)	EV/EBITDA 2011	P/E 2011	EBITDA маржа, %	Чистая маржа, %	Целевая цена, \$ (консенсус)	Потенциал роста, %
Уралкалий	14 578	14 831	14.84	21.1	52%	36%	31.2	-15%
Сильвинит	7 809	9 291	9.21	12.8	62%	38%	846	-6%
Акрон	1 550	2 393	6.35	7.95	23%	12%	4.11	14%
Дорогобуж	666	665	5.12	8.25	30%	19%	17.8	3%
Апатит	2 501	2 439	6.16	7.55	28%	24%	410	21%

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

МАШИНОСТРОЕНИЕ

Вступление в ВТО может привести к усилению давления на большинство российских производителей, обслуживающих внутренний рынок, в том числе на производителей потребительских товаров, прежде всего легковых автомобилей, в связи с усилением конкуренции со стороны экспорта. Это негативно для Соллерса и АвтоВАЗа.

IPO холдинга Вертолеты России увеличит инвестиционную привлекательность вертолетостроительных компаний. IPO станет катализатором роста Улан-Удэнского авиационного завода, Казанского вертолетного завода и Роствертола, так как будет способствовать повышению инвестиционной прозрачности компаний, привлечет новых инвесторов и задаст новый ориентир стоимости этих компаний, портфель заказов которых расписан до конца 2012г..

Наиболее привлекательными бумагами в сегменте машиностроения мы считаем акции вертолетчиков.

Прайм Марк

Россия, Москва, Пресненская наб., 10,
"Башня на Набережной", блок С, 5 этаж
Тел: +7 (495) 967-79-99
Факс: +7 (495) 967-76-00

E-mail: clients@prime-mark.com
Web: www.prime-mark.com

Ленар Хафизов

l.hafizov@prime-mark.com

Владислав Давыдов

v.davidov@prime-mark.com

Татьяна Катаева

t.kataeva@prime-mark.com

Яна Бородина

y.borodina@prime-mark.com

Денис Тарарышкин

d.tararishkin@prime-mark.com

Айдар Шигабутдинов

a.shigabutdinov@prime-mark.com

Дмитрий Винокуров

d.vinokurov@prime-mark.com

Руслан Погодин

r.pogodin@prime-mark.com

Управляющие:

Андрей Сахаров

a.sakharov@prime-mark.com

Илья Мозговой

i.mozgovoy@prime-mark.com

Константин Куш

k.kusch@prime-mark.com

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Прайм Марк не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Ни данный обзор, ни какая-либо его часть не подлежит воспроизведению, распространению, опубликованию или передаче какому-либо лицу в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции, законами которой установлены ограничения в отношении перечисленных выше действий. Любое распространение данной презентации или какой-либо её части может быть ограничено законом, и лицо, читающую презентацию, должно обеспечить собственную осведомленность о таких ограничениях и соблюдать их.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.