

Итоги 2010-го и видение на 2011-й год

Начальник аналитического отдела
к.э.н., Абелев Олег Александрович
(499) 241-53-07, 241-52-85 доб. 259

Аналитик
Суркова Ирина Олеговна
(499) 241-53-07, 241-52-85 доб. 257

Москва
2010

РИКОМ-ТРАСТ
тел. 8 (495) 921–15-55
www.fondmarket.ru
www.ricom.ru

Содержание

Общий взгляд на рынок 3

Нефтегазовый сектор 9

Банковский сектор 12

Энергетический сектор 15

Металлургический сектор 18

Телекоммуникационный сектор 22

Потребительский сектор 24

Химический сектор 28

Общий взгляд на рынок

Подводя итоги уходящего года, можно охарактеризовать 2010-й как время начала восстановления мировой экономики после кризиса. Причем рынок явил миру данный процесс со своими сильными и слабыми сторонами.

Основные тенденции на мировых фондовых рынках в 2010-м году:

1) Растущая взаимосвязь национальных фондовых рынков и усиление процессов их глобализации.

В 2010 году интерес к иностранным активам, как к средству инвестирования резко возрос. При покупке бумаг международных компаний инвесторы прибегали к хеджированию страновых рисков, значение которых в текущих условиях на мировых рынках возросло.

2) Дерегуляция со стороны государства денежных и капитальных потоков, валютных курсов.

Одним из ярких примеров дерегуляции денежных потоков государством является денежно-кредитная политика Китая, направленная на сдерживание темпов инфляционного роста с помощью повышения нормы резервирования для китайских банков на 0,5%. Эта мера, конечно, является менее жесткой в отношении регулирования объема денежной массы и скорости денежного обращения в отличие от повышения процентной ставки, но, тем не менее, определенный заряд и посыл мировым рынкам она дает.

Нельзя не согласиться с известным экономистом, Нобелевским лауреатом Джозефом Стиглицем, который уже довольно давно говорит о том, что проводимая сейчас Федеральной резервной системой политика по активной покупке облигаций Минфина США с каждым днем создает все большую угрозу увеличения потока спекулятивного капитала на рынки стран с новой экономикой. Почему она угрожает этим странам и России в том числе? Причина достаточно очевидна – те наличные деньги, которые активно продуцируются ФедРезервом, никак не будут стимулировать рост экономик развитых стран.

Основной денежный поток «польется» в азиатские страны и в страны с развивающейся рыночной экономикой. Это уже (на примере Китая) приводит к тому, что монетарные власти этих стран вынуждены вводить меры по контролю притока капитала, проводить активные валютные интервенции и увеличивать налоговый пресс на поступающий извне капитал. Китай – это первая ласточка. По всей видимости, волны повышения ставок в качестве противодействия резкому притоку капитала в других странах не за горами.

Выход из ситуации пока видится только один – не наращивание денежной массы и «разгон» масштабных действий спекулянтов в большинстве развивающихся экономик, а активное стимулирование экономического роста путем создания новых рабочих мест и подготовку кадров для отраслей-локомотивов экономики.

3) Внедрение новаций в торговых операциях, увеличение роли и значения международных бирж, совершенствование платежных расчетов, использование интернет-технологий;

В 2010 году большой популярностью стали пользоваться Exchange Traded Funds (ETF) - ценные бумаги, свободно торгующиеся на биржах подобно акциям, которые прошли листинг на бирже и могут обращаться наравне с корпоративными бумагами. Составными частями ETF могут быть как ценные бумаги предприятий какого-либо региона или отрасли, так и паевые фонды**. В настоящее время в России нет устоявшегося наименования для этого нового класса ценных бумаг.** Сектор ETF развивается чрезвычайно быстро, в том числе благодаря растущему количеству предлагаемых базовых активов для инвестирования. Появление биржевых фондов, специализирующихся в инвестировании в такие активы, как нефть и валюты, упростило доступ индивидуальных инвесторов к товарному и валютному рынкам. Мы ожидаем появления на российских биржах этого инструмента или его аналога в 2011-м.

На российском рынке активное развитие получила разработанная еще в 2006 году единая электронная площадка МТС «Фабрикант», которая позволяет проводить полный комплекс торгово-закупочных процедур в режиме онлайн для госкорпораций в формате аукциона.

4) Рост масштабов фондового рынка.

По результатам года на фоне постепенного восстановления экономики после мирового кризиса наблюдался активный рост количества эмитентов, имеющих свои ценные бумаги в котировальных списках мировых бирж, увеличение капитализации торговых активов и, соответственно, рост оборотов на мировых биржах.

Исходная ситуация.

Мировой финансовый рынок к концу 2010-го года

- Масштабный рост объемов капитала на финансовых рынках США и других развитых стран (программа количественного смягчения со стороны ФРС);
- Снижение курсов основных мировых валют (доллар США, евро);
- Ужесточение денежно-кредитной политики монетарными властями ряда развивающихся стран (Китая, Индии) путем повышения процентных ставок;
- Риск разворачивания «валютных войн» - манипулирования процентными ставками с целью регулирования торгового баланса стран-импортеров из развивающихся стран (США - Китай, ЕС - Россия и т.д.)

  Основной тенденцией мировых финансовых рынков в 2010-м году, как российского в частности, было увеличение темпов инфляции во многих видах активов:

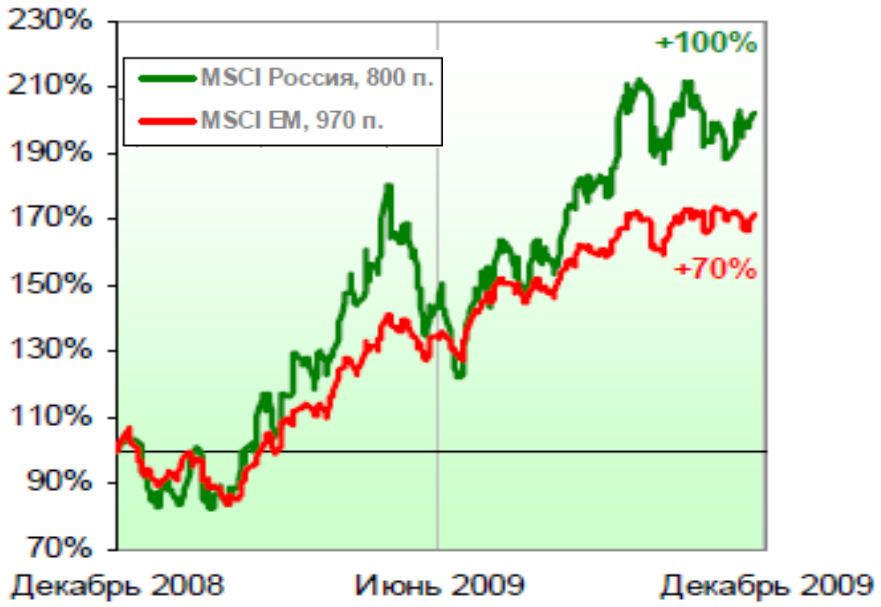
  - Сырьевые активы (рост цен с $75 до $90 за баррель Brent) с августа по декабрь 2010 года
  - Металлургические активы (рост цен на золото в течение 2010-го года на 26% и на 74% на серебро)
  - Продовольственные активы (зерно, другие с/х культуры)
  - Минеральные удобрения (NPK-удобрения, калийные удобрения)

Основные тенденции российского фондового рынка

По сравнению с индексами других развивающихся стран посткризисный «синдром» преодолен российским рынком более удачно, нежели в других странах с развивающейся экономикой.

График 1.

Динамика движения индексов MSCI Россия и развивающихся рынков в 2009-м году



Источник: MSCI Barra

Только российский рынок имеет столь малый спрэд в средней доходности «голубых фишек» и «второго эшелона», что позволяет инвестировать в ликвидные бумаги и получать ощутимую доходность.

График 2.

Динамика движения индексов РТС и РТС-2 в 2009-м году

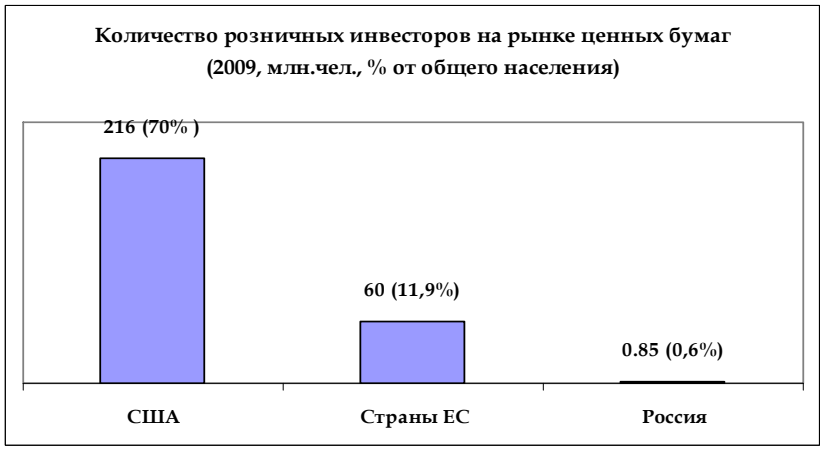


Источник: MSCI Barra

Постоянное увеличение количества розничных инвесторов. Будущий рост призван продолжить восстановление после кризиса, в т.ч. путем увеличения числа розничных инвесторов.

График 3,4.





Данные: ФСФР, World of Exchanges, Factbook, 2009

Активное развитие в 2010-м году бумаг инновационного сектора (РИИ)[1] на фондовом рынке. Мы видим большие перспективы данного сектора в 2011-м году. Стоит упомянуть о размещении на фондовом рынке бумаг ДИОДа, Микрона, Фармсинтеза и др. Основные плюсы от подобных размещений мы видим в следующем:

1. Большие перспективы развития компаний в связи с повышенным вниманием со стороны государства, льготного налогообложения;
2. Высокий потенциал роста доходов в связи с ненасыщенностью на рынке в этой отрасли;
3. Попытки начала перехода на новую модель экономического развития – с инновационным уклоном;
4. Активное привлечение иностранного капитала послужит толчком в развитии компаний.

Отдельно стоит отметить постепенное возобновление активности в процессах IPO среди отечественных компаний. По результатам года 13 российских компаний провели размещения, общий объем размещений составил $3,939 млрд. Количественный объем размещений в 2010-м году близок к максимальному значению за все время существования российского рынка (14 IPO/SPO российских компаний в 2007 году).

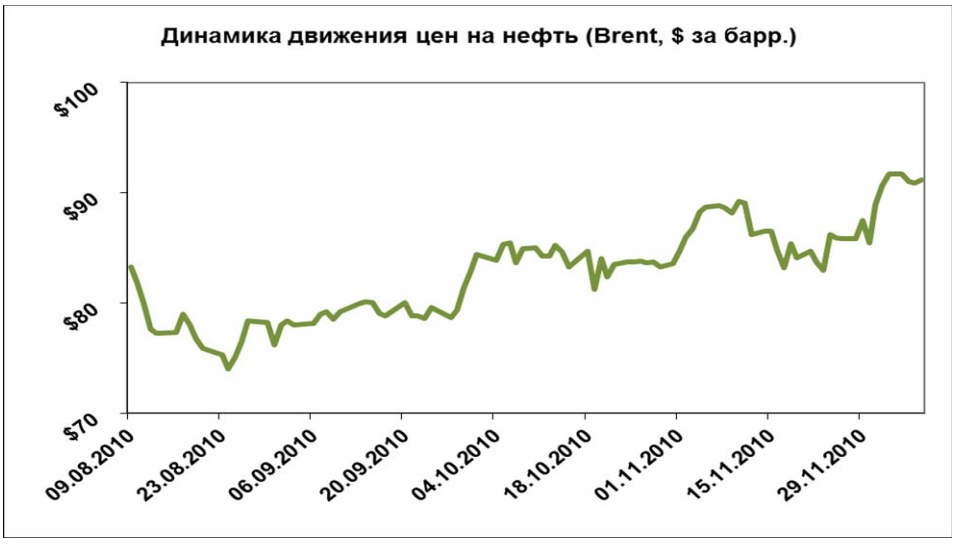
[1] РИИ – рынок инноваций и инвестиций

Нефтегазовый сектор

Акции нефтегазовых эмитентов продолжают находиться в зависимости от динамики цен на нефть, которая сегодня определяет и ситуацию в экономике страны. Нефть по-прежнему будет оставаться основным видом топлива и заменить ее пока нечем. На фоне постоянного удорожания стоимости ее добычи и переработки мы не видим весомых причин снижения стоимости нефтяных продуктов, а, напротив, ожидаем в среднесрочной и долгосрочной перспективе значительного роста цен на нефть.

В течение 2010-го года цена на нефть находилась в диапазоне $70-90 за баррель, показав рост с начала года в 15%. Данный диапазон является приемлемым для нефтедобывающих компаний (приемлемый уровень рентабельности), и для государства (достаточный объем налоговых поступлений в бюджет), и для потребителей. По этим причинам мы не ожидаем резких скачков стоимости нефти в течение следующего года, а **сохранение цен на уровне, достигнутом в декабре – около $90 с динамикой в течение года в диапазоне $85-100 за баррель.**

График 5.



Источник данных: Bloomberg

По результатам 2010-го года, российские нефтяные компании покажут рекордное значение по уровню добычи нефти в постсоветский период, которое

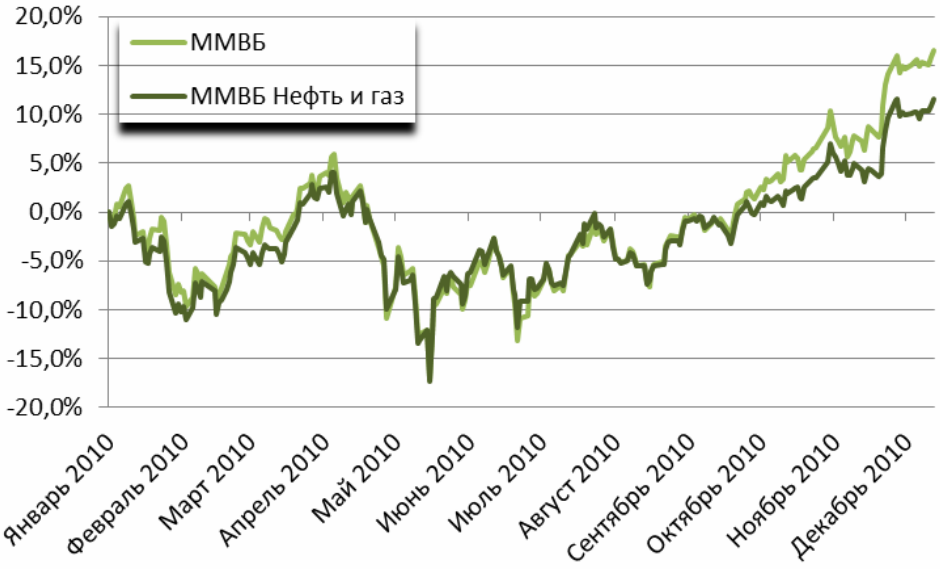
ожидаемо составит около 505 млн. тонн нефти, превысив рекорд, установленный в 2008-м на 2,5%.

Лидером по росту темпов добычи нефти стала ОАО «Башнефть», показав прирост в размере 16% по отношению к объемам прошлого года. Мы ожидаем сохранения компанией места в числе лидеров по темпам роста производства и в следующем году, хотя уже с чуть меньшими темпами. Помимо этого, «Башнефть» стала победителем конкурса на разработку месторождений им. Требса и им. Титова. Инвестиции в разработку месторождений могут составить порядка $5–6 млрд. Их запасы по категориям С1 и С2 составляют 57,6 млн. т.

Движение бумаг нефтегазового сектора в среднем в 2010-м году оказалось ниже среднерыночного. Индекс «Нефть и газ» к середине декабря с начала года вырос на 15% на фоне роста индекса ММВБ на 21%.

График 6.

Динамика изменения индекса «ММВБ нефть и газ» в 2010 году



Источник данных: Micex, расчеты аналитического отдела ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

Основной причиной отставания отрасли от рынка стали разнонаправленные движения бумаг в секторе. Такая ситуация является достаточно необычной. Это связано как со спецификой налогообложения нефтегазового сектора в России, так и банального отсутствия покупателей в

течение года по многим бумагам. Многие инвесторы уверены, что коррекция на нефтяном рынке уже близко, несмотря на отсутствие для этого каких-либо фундаментальных оснований.

Определенное давление на сектор оказывает высокая налоговая составляющая в выручке компаний. Скорее всего, налоговая нагрузка останется на прежнем уровне из-за сохраняющегося дефицита бюджета на уровне 3%. Нефтедобывающие компании осуществляют налоговые отчисления в размере около 60% от выручки, которая состоит из НДПИ[2], экспортных пошлин и налога на прибыль. Эти налоги формируют 35% доходов бюджета (по результатам 2009-го года). Льготы, предоставляемые компаниям, были частично отменены из-за восстановления стоимости нефти на рынке. Сегодня режимом льготного налогообложения пользуются некоторые компании, которые разрабатывают нефть в Восточной Сибири, где нет соответствующей инфраструктуры, а также разработки на Каспии, ведущиеся «ЛУКойлом». Осенью 2010 года Минфин поднял вопрос об обоснованности применения нулевой ставки экспортной пошлины для месторождений Восточной Сибири в связи со значительными потерями бюджета от этой меры. В результате этого была отменена экспортная пошлина на нефть из Восточной Сибири, однако с сохранением понижающего коэффициента (примерно в 3-3,5 раз ниже действующей экспортной пошлины). Также планируется провести индексацию НДПИ на нефть и газ, начиная с 2011-го года.

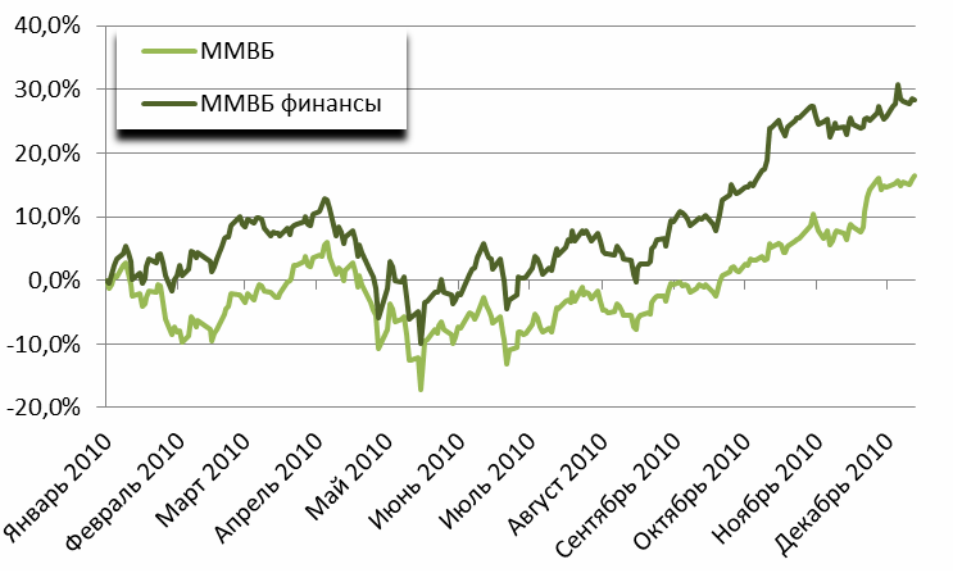
Из бумаг сектора наиболее перспективными в предстоящем году мы считаем бумаги «ЛУКойла», как активного разработчика месторождений Каспия. Обращаем ваше внимание также на бумаги «Башнефти», у которой один из самых высоких показателей дивидендной доходности в секторе (по итогам 9 месяцев она составляет 7,6% от стоимости акции).

[2] НДПИ – налог на добычу полезных ископаемых

Банковский сектор

На наш взгляд, в 2010-м году сложилась благоприятная конъюнктура рынка для восстановления российского банковского сектора. Бумаги российских банков на протяжении года показывали динамику лучше рынка.

Динамика изменения индекса «ММВБ финансы» в 2010 году



Источник данных: Micex, расчеты аналитического отдела ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

Основной тенденцией 2010-го года в секторе можно выделить:

1. восстановление банковской системы путем снижения объемов плохих кредитов;
2. «разморозка» кредитного сектора;
3. продолжение роста депозитных средств – преимущественно за счет вкладов физических лиц.

По результатам 2010-го года рост кредитного портфеля российских банков составил 11-12%. Основной рост пришелся на кредитование розничного, а не корпоративного бизнеса. На фоне 2009 года рост кредитного портфеля можно оценить как хороший результат, который, хотя уступил докризисным значениям (прирост кредитования достигал до 50%), но по качеству портфеля оказался

значительно выше. Объем плохих кредитов остался на прежнем уровне, что является, на наш взгляд, позитивной тенденцией. В начале ноября он составлял 1,1 трлн. руб. Уже сформированный необходимый объем резервов вместе с преодолением роста плохих кредитов позволяют ожидать снижения объемов резервирования в 2011-м году. Это приведет к росту прибыли банков.

Основным источником роста денежных средств у банков в уходящем году оставались депозиты физических лиц. Исходя из прогнозов ЦБ и Агентства по страхованию вкладов (АСВ), объем средств населения на депозитах по итогам 2010 года увеличился почти на треть. По данным АСВ, в абсолютных цифрах прирост составит 1,9-2,2 млрд. руб. Вклады растут, несмотря на снижения ставки по депозитам до уровня ниже инфляции. Поступления на депозиты по результатам года почти в два раза превысят общий размер выданных кредитов за 2010 год.

Ставки по кредитованию в течение 2010-го года снижались за счет снижения ставки рефинансирования ЦБ РФ и роста конкуренции между банками. Однако **снижение доходности по депозитам происходило более низкими темпами, с сохранением высоких процентных ставок по размещенным ранее депозитам**. Несбалансированность между текущей низкой стоимостью предоставляемых кредитов и дорогих депозитов, привлеченных банками во время кризиса, оказывает давление на процентную маржу банков. Роль этого фактора должна ослабнуть в 2011-м году по причинам окончания сроков «дорогих» депозитов.

Еще один вопрос, частичного решения которого мы ожидаем в 2011-м году – это уменьшение избыточной ликвидности банков из-за относительно низких объемов кредитования. По состоянию на начало декабря согласно отчету аудитора Счетной Палаты, избыточная ликвидность Сбербанка составляет порядка 800-900 млрд. рублей. С одной стороны, банки осторожно относятся к потенциальному заемщику, выдвигая высокие требования, которым в посткризисной ситуации мало кто может соответствовать. С другой стороны – после основной фазы кризиса большая часть производств уже имеет кредитную задолженность и являются перекредитованными. Поэтому каждый денежный кредит в условиях нестабильности служит бременем для компании. Мы ожидаем

в следующем году смягчения политики банков к оценке кредитоспособности кредитора для снижения объемов избыточной ликвидности.

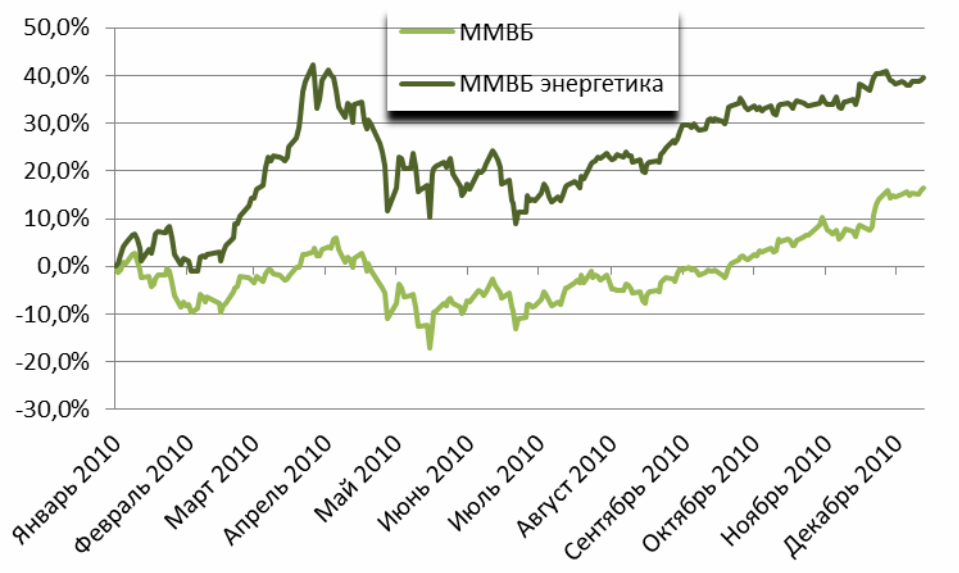
На сентябрь-октябрь 2010 года пришелся самый активный рост стоимости бумаг банковского сектора, благодаря началу обсуждения приватизации госпакетов акций ведущих банков в 2011-м году. **На наш взгляд, этот вопрос будет сохранять спекулятивный интерес к сектору и в будущем году.** Согласно стратегии приватизации госпакетов, 10% акций ВТБ будут реализованы в I-м квартале основному стратегу, американскому фонду TPG Capital, а в случае успешного завершения сделки, еще 10% акций ВТБ будут размещены на рынке. В случае реализации бумаг Сбербанка в 2011-м году, 3-4% акций будут размещены на открытом рынке в форме депозитарных расписок, а оставшиеся из 7,8% -го приватизируемого пакета будут проданы «стратегам».

Активизация слияний и поглощений коснется в 2011-м году и банковского сектора. Сбербанк рассматривает возможность приобретения казахстанского БТА Банка, ВТБ приобретает Транскапиталбанк и заявил о намерении купить контрольный пакет акций «Банка Москвы». **Стремление банков к развитию за счет поглощений, на наш взгляд, положительно скажется на котировках их акций**.

Энергетический сектор

Результаты 2010-го года для энергетического сектора оказались одними из самых лучших за последние годы. **Основными факторами восстановления отрасли стали улучшения в экономике, рост энергопотребления со стороны промышленности и аномальные погодные условия зимой 2009-2010 гг.**

Динамика изменения индекса «ММВБ энергетика» в 2010 году



Источник данных: Micex, расчеты аналитического отдела ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

Главным событием отрасли в уходящем году можно отметить переход сетевых компаний к новому тарифообразованию на основе RAB-регулирования. **Основной принцип RAB-регулирования заключается в том, что капитал, инвестированный в компанию, должен приносить как минимум отдачу, достаточную для привлечения новых инвестиций и развития предприятия, а также соответствовать уровню риска инвестирования в него.**

С начала 2010 года стартовал проект по переходу на RAB-регулирование, в результате которого на сегодняшний день полностью переведенными на RAB-тарифы оказались МРСК Центра, Центра и Приволжья, Волги и Урала. Еще не переведенными на новую систему тарифообразования до сих пор остаются более половины регионов страны, включая самые крупные – Москву, Санкт-

Петербург и Тюмень. По действующему плану, практически все МРСК должны перейти на новое регулирование с 1 января 2011 года. Первой компанией, переведенной на систему RAB, стала ФСК. В результате рентабельность по EBITDA достигла 63%, показав 53%-й рост по отношению к аналогичному показателю прошлого года.

Переход на систему RAB, на наш взгляд, в предстоящем году, хоть и будет происходить немного с опозданием от плана, но, все равно, **должен оказать положительное влияние на финансовые результаты всех сетевых компаний за счет повышения рентабельности инвестированного капитала**. Прибыль компании будет формироваться за счет существенного роста тарифов компаний в ближайшие несколько лет, а также заинтересованности компаний в снижении издержек. С вводом данной системы денежные потоки сетевых компаний должны стать более предсказуемыми и планируемыми, что повышает интерес инвесторов и увеличению капитализации компаний, а также сокращению разницы в оценке по сравнению с иностранными аналогами.

Для генерирующих компаний начало года ознаменуется окончательным переходом на рыночную систему образования тарифов за электроэнергию. Лишь для поставляемой населению электроэнергии до 2015 года сохранится система регулирования цен. В результате компании с минимальной стоимостью производства энергии станут наиболее выгодны. Среди них можно выделить ОГК-4, ОГК-2, ОГК-5, Мосэнерго и «Фортум». Надеждой для остальных генерирующих компаний остается модернизация производства за счет возможности реализации инвестиционных программ в рамках запуска модели долгосрочного рынка мощности (ДРМ). Она вводится с 2011 года и формирует двусторонние обязательства между генерирующими компаниями о поставках определенной мощности и потребителями о своевременной оплате на срок не менее 4-х лет.

Особенностью 2010-го года в отрасли стала активизация сделок M&A, которая продолжится и в предстоящем году. Экспансия «Интер РАО» продолжается. Сейчас ей принадлежат пакеты акций более 40 компаний. Можно сказать, эмитент становится аналогом РАО ЕЭС и отражает динамику всей

отрасли. В случае продолжения динамики роста энергетических активов в следующем году и реализации своих планов по консолидации, компания станет крупнейшей по капитализации наряду с «РусГидро» и ФСК. Ее акции имеют потенциал роста в 2011 году выше среднеотраслевого.

Другое предстоящее объединение касается генерирующих компаний, находящихся под контролем «Газпрома» (ОГК-2 и ОГК-6, ТГК-2 и Мосэнерго). Планируется создание объединенной компании с помощью проведения IPO дочерней компании «Газпромэнергохолдинга», управляющей энергетическими активами гиганта. В результате слияния будет создана компания с установленной мощностью около 30 ГВт, что на наш взгляд, положительно скажется на ликвидности бумаг новой компании на фоне увеличения доли рынка и централизации управления.

Другим ожидаемым объединением в 2011 году может стать переход под одну акцию ТГК, контролируемых «КЭС-Холдингом» на базе активов ТГК-9 (присоединение активов ТГК-5, ТГК-6, ТГК-7 в формате филиалов). В результате этого вполне вероятно проведение объединенной компанией IPO. Объединение повысит ликвидность бумаг компаний, что благоприятно для миноритарных акционеров.

Другим интересным с инвестиционной точки зрения в отрасли являются акции мелких сетевых и распределительных компаний, которые, в силу своей низкой ликвидности и в связи с перспективой перехода на систему RAB-регулирования, по нашей оценке, являются недооцененными по сравнению с западными аналогами.

Металлургический сектор

После снижения цен на рынке металлов в 2009-ом прошедший год стал для металлургической отрасли периодом восстановления спроса на металлы. Более того, мы ожидаем роста цен и в 2011 году.

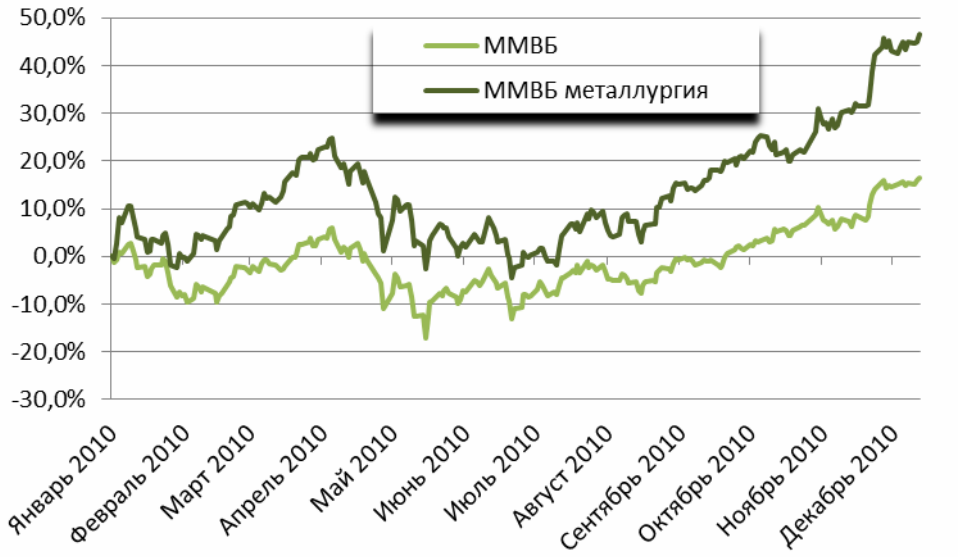


Источник: Bloomberg

В I полугодии 2010-го года цены на металл подошли к своим историческим максимумам, а потребление стали продолжило увеличиваться в связи с постепенной переориентацией экономики Китая на внутренний рынок и возобновлением спроса со стороны других развивающихся экономик (Индии и стран ЮВА). **Китайские государственные органы периодически принимали в течение года различные меры по сдерживанию роста в отраслях, ограничивая кредитование за счет повышения резервных ставок, что может послужить сдерживающим фактором в дальнейшем развитии отрасли.** Однако, на наш взгляд, Китай все же остается определяющим потребителем в спросе на металл в мире и сохранит в будущем году объемы потребления, достигнутые в 2010-м, несмотря на сдерживающие меры государства.

Благодаря росту потребления цветных металлов и динамики снижения запасов, цены на никель и медь в течение всего 2010-го года показывали положительную динамику с перспективой сохранения тенденции в 2011-м году. На наш взгляд, это послужит хорошим основанием для роста цен на бумаги отрасли и восстановления объемов производства в будущем году.

Динамика изменения индекса «ММВБ металлургия» в 2010 году



Источник данных: Micex, расчеты аналитического отдела ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

Российские металлургические холдинги приступили к «расконсервации» мощностей по всему миру из-за постепенного роста цен на металлы, позволяющих ввести в производство неиспользуемые мощности из-за их высокой себестоимости.

Так, «Норильский никель» в конце года заявил о своем желании расконсервировать производство на руднике Lake Johnston в Австралии, приостановленное с начала 2009-го года в силу убыточности производства. Компания планирует начать добычу никеля уже в I полугодии 2011-го года, а мощность предприятия по производству будет составлять примерно 9,5 тыс. т. никеля в год. Рудник Lake Johnston может прибыльно функционировать только при ценах на никель не ниже $25 тыс. В случае снижения рыночных цен рудник

снова будет убыточен для ГМК и его придется снова консервировать. ГМК также ведет переговоры с одной из крупнейших горнодобывающих компаний мира BHP Billiton о совместной разработке сульфидного месторождения никеля Honeymoon Well. Общие запасы месторождения оцениваются в размере 1,2 млн. т. Финансовый эффект от разработки, по нашей оценке, ГМК получит в долгосрочной перспективе, поскольку на нем еще не завершены геологоразведочные работы.

«Северсталь» планирует развитие металлургического производства за пределами РФ. В конце 2010-го года подписан меморандум с индийской госкорпорацией NMDC о создании СП по строительству металлургического производства в индийском штате Карнатака. Мощности завода могут составить от 2 до 5 млн. т. стали в год, а стоимость около 90–100 млрд. индийских рупий (приблизительно $2,22 млрд.).

Одним из факторов роста производства металла в будущем году мы видим развитие и увеличение доли внутреннего спроса. Продолжение государственного стимулирования машиностроительной отрасли, одного из основных внутренних потребителей металлопроката, позволит увеличить долю внутреннего спроса в структуре потребления. Проведение чемпионата мира по футболу в 2018-м году обеспечит в ближайшие годы дополнительный рост внутреннего спроса со стороны строительного сектора на металлоконструкции для строительства спортивных объектов.

Переход энергетического сектора на либерализацию цен на энергоносители и RAB-регулирование, позволит выделить дополнительные средства для инвестирования в реконструкцию и модернизацию оборудования, стимулируя дополнительный спрос.

Металлургическая отрасль, в свою очередь, являясь крупнейшим потребителем энергоносителей на внутреннем рынке в текущем году, проявила интерес к сотрудничеству с энергетическими компаниями в форме реализации совместных проектов. **Инвестирование в энергетические компании позволит металлургам снизить долю энергопотребления в себестоимости производства**

металлопроката или компенсировать рост расходов за счет роста прибыли от энергетических активов.

Волатильность на финансовых рынках увеличивает риски инвестирования в акции металлургических компаний, несмотря на довольно сильный потенциал роста бумаг. **Опасения инвесторов относительно высокой волатильности мировых валют служит базой уверенного роста спроса на драгоценные металлы.** Цена на золото достигла мирового максимума, составив $1400, цена на серебро преодолела рекордные значения с 1980 годов, достигнув $30 за унцию.

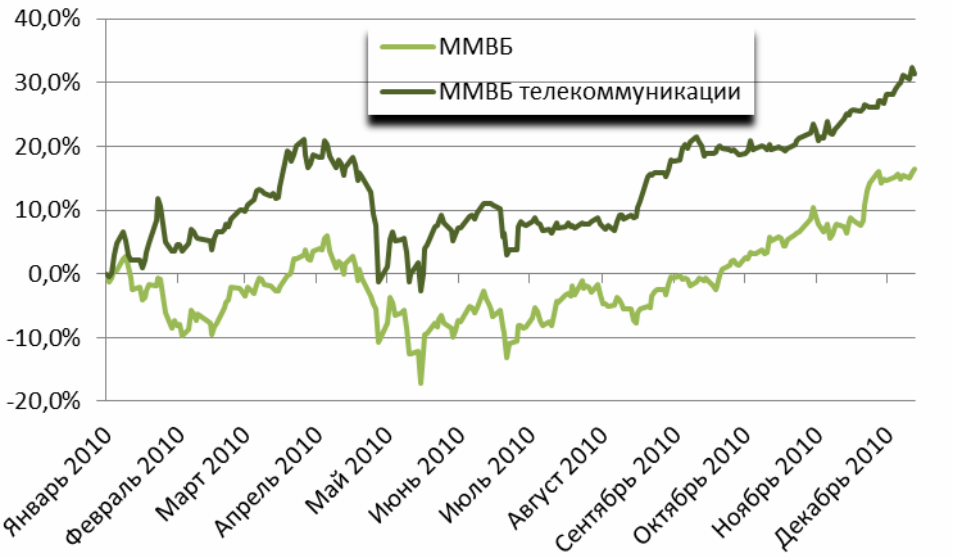
Политика стимулирования экономик государствами в 2011-м году в ЕС и США сохраняет высоким риск инфляционного роста, что позволит драгоценным металлам продолжать обновление исторических максимумов.

Наиболее перспективными на следующий год являются акции «Северстали», которая показывает неплохие значения рентабельности в течение 2010-го года (по результатам 9-ти месяцев 2010-го года рентабельность по EBITDA составила 16,5%). Имея большую часть доли внутреннего рынка, она меньше всех в отрасли подвержена колебаниям конъюнктуры. Планы проведения в будущем году IPO золоторудных активов «Северстали» повышают внутреннюю стоимость и привлекательность акций компании.

Телекоммуникационный сектор

На фоне высокого уровня проникновения услуг сотовых операторов в стране темпы роста в текущем году показали отрицательное значение из-за списания операторами сети неактивных абонентов с баланса обслуживания. Основными направлениями развития в 2010 году стали диверсификация бизнеса с помощью приобретения активов и развития сопутствующих связи услуг. Другим направлением развития компаний становится зарубежная экспансия. В основном, инвестиционное предпочтение отдается странам с развивающейся экономикой, как к ненасыщенным рынкам.

Динамика изменения индекса «ММВБ телекоммуникации» в 2010 году



Источник данных: Micex, расчеты аналитического отдела ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

В силу специфики отрасли ведущие компании почти не пострадали от кризисной ситуации на мировом рынке и сохранили результаты деятельности 2009 года. Лучшими результатами в отрасли по результатам 9-ти месяцев в 2010-м году стали показатели МТС, у которой выручка выросла на 16% по сравнению с аналогичным периодом в прошлом году и составила $8 298 млн.

Консолидация активов фиксированной связи на базе «Ростелекома», которая, согласно плану реорганизации, должна окончиться к февралю 2011 года, определила недооцененность бумаг МРК по сравнению с Ростелекомом. На сегодняшний день остаются недооцененными бумаги почти всех МРК в пределах 10-20%. Недооцененность акций будет постепенно снижаться за счет роста цен на акции по мере приближения даты конвертации бумаг. Если учесть, что на сегодняшний день процесс реорганизации не выходил из планируемого графика, то потенциал роста бумаг МРК (от 10% до 20%) реализуется в ближайшие два месяца, что представляет собой хороший спекулятивный интерес.

Интересным является и перспектива дальнейшего развития объединенной компании и планы на предстоящий год, которая и определит дальнейшую перспективу роста акций объединенной компании. В рамках реформы «Ростелеком» рассматривает возможность приобретения активов одного из российских операторов мобильной связи. В СМИ периодически появляется информация о том, что ведутся переговоры о приобретении или обмена на акции «Ростелекома» пакета акций «Мегафона», которые пока не подтверждаются официально. Другим направлением развития стало приобретение компании АКАДО, которое позволит выйти объединенному оператору на Московский рынок ШПД с перспективой продвижения в регионы с помощью поглощений небольших компаний.

На наш взгляд, **основными стратегиями роста ведущих телекоммуникационных компаний сектора в предстоящем году станут стратегии по поглощению активов региональных компаний.** С целью увеличения абонентской базы ведущие компании продолжат процессы выкупа операторов сотовой связи и ШПД региональных уровней, а также выход на рынок стран СНГ и стран Азии с целью выхода на рынок с большой абонентской базой.

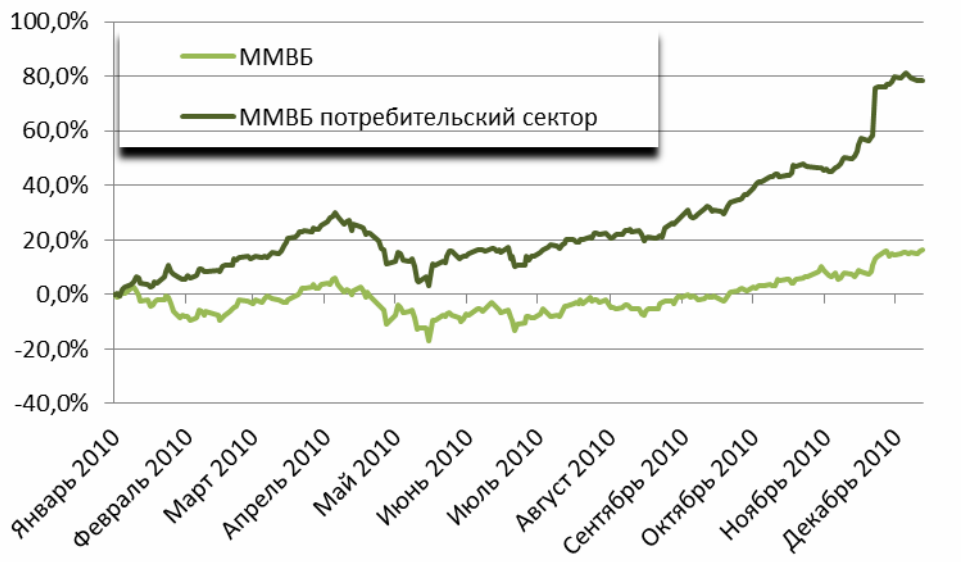
В перспективе роста стоимости акций в 2011-м году можно выделить бумаги МТС, обладающие высокой ликвидностью и хорошим потенциалом роста из-за политики проведения активной экспансии. Дополнительным стимулом являются высокие дивиденды, выплачиваемые компанией, а также низкие риски.

Потребительский сектор

Бумаги потребительского рынка за последние два года показывали рост курсовой стоимости выше среднерыночных значений, что служит сигналом активного посткризисного восстановления и развития компаний, ориентированных на внутренний спрос. Увеличение объемов оборота бумаг этой отрасли отражает рост значения компаний в структуре рынка, повышая, тем самым, свою привлекательность для инвесторов.

Судя по предоставленной отчетности ведущих компаний за 9 месяцев 2010 года и с учетом роста оборота в предновогодний период у отрасли есть все шансы стать одной из самых доходных в 2010 году.

Динамика изменения индекса «ММВБ потребительский сектор» в 2010 году



Источник данных: Micex, расчеты аналитического отдела ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

Из основных тенденций сектора можно выделить процессы слияния конкурирующих компаний путем объединения торговых сетей под единым брендом, а также поглощения крупными компаниями более мелких с увеличением доли на рынке.

В поисках новых потенциальных покупателей розничные продуктовые сети перешли от уже «насыщенных» предложением городов-миллионников к экспансии в регионы с меньшим населением и в районные центры, где проживает большая часть населения страны.

Рынок сетевых розничных продуктовых магазинов формата «супермаркет» и «гипермаркет» в различных регионах получил динамичное развитие в последние годы. На наш взгляд, в данном сегменте рынка спрос еще не насыщен. Идет активный процесс расширения торговых сетей «на местах». Это еще пока возможно в неосвоенных или в полностью не занятых конкурентами регионах.

Одним из факторов роста выручки магазинов в текущем году стал инфляционный рост. По данным Росстата, за 10 месяцев 2010 года рост потребительских цен составил 8,1%, рост стоимости минимального набора продуктов питания (продуктовой корзины) с начала года составил 15,2%. **Для сохранения покупательной способности и привлечения большего интереса покупателей к своим сетевым магазинам, почти все ведущие компании проводили политику сдерживания роста цен в своих сетях, несмотря на рост стоимости поставок**. В результате операционные показатели I полугодия 2010 года оказались ниже ожидавшихся рынком.

Для сохранения приемлемого уровня рентабельности компании приступили к политике снижения затрат на логистику, развивая собственную структуру и формируя собственные прямые поставки импорта в сети. Ритейлеры стали вести более строгий контроль над ценами (инвестирование в цены) и расходами за счет снижения ассортимента, отдавая предпочтение более дешевым наименованиям и выпуску продукции под собственным брендом.

В 2011 году мы ожидаем умеренного роста покупательской активности в пределах 15% с учетом предстоящего уровня инфляции. Основным драйвером роста капитализации компании потребительского сектора мы считаем продолжение сделок M&A.

С учетом стратегии ведущих сетевых компаний **мы ожидаем продолжения активного развития сетей ведущих ритейлеров** (X5 и Магнит,

ДИКСИ) **с помощью поглощений мелких сетевиков**, что позволит им показать рост результатов деятельности выше среднего значения по отрасли.

Успешное IPO розничной сети «О'Кей», проведенное на Лондонской бирже в ноябре 2010-го года, на наш взгляд, отражает заинтересованность инвесторов в российском потребительском секторе. Цена размещения ($11 за GDR) оказалась в середине объявленного ценового коридора $9,9-12,9 за GDR, что отражает высокий спрос на бумаги компании при размещении.

Мы ожидаем продолжения тенденции выхода на фондовый рынок компаний потребительского сектора в 2011-м году путем IPO. Ожидается IPO «Евросети», крупнейшего российского сотового ритейлера – на Лондонской фондовой бирже в объеме 30% акций. Предварительная оценка пакета – $750-800 млн. Также в следующей году ожидаются SPO «Синергии» и IPO его дочерней компании «Пента-Агро», объединяющей неалкогольные активы группы. Размещения позволят «Синергии» привлечь около $235 млн., за счет которых планируется снизить долговую нагрузку компании и инвестировать средства в профильные активы компании.

Бумаги «Синергии» мы ожидаем увидеть среди фаворитов отрасли в 2011 году за счет развитой дистрибуционной платформы, перспективы роста за счет поглощения «чужих», уже раскрученных брендов и активной экспансии на западных рынках. Утверждение государственного приказа о повышении минимальных розничных цен на водку с 89 до 98 рублей с начала 2011-го года, на наш взгляд, вряд ли положительно отразится на выручке компаний. Изменение стоимости в 9 рублей особо не повлияет на размер выручки производителей алкоголя и на качество производства самой дешевой водки. Что касается социальной «пользы», то потребитель алкоголя при его удорожании «аж» на 9 рублей, не станет употреблять его реже. На наш взгляд, для получения социального результата, гос. повышение цен на алкоголь должно быть более радикальным, тогда и объемы употребления снизятся, и для производителей алкоголя будет незначительное увеличение рентабельности в виде роста выручки при снижении себестоимости.

Минимальная розничная цена водки, выпускаемой «Синергией», составляет около 120 рублей. В случае утверждения приказа розничные цены на реализацию останутся на прежнем уровне, привлекая незначительный процент из покупателей дешевой водки после повышения цен, которые готовы еще немного доплатить до 120 рублей.

По нашей оценке, акции «Синергии» недооценены рынком и имеют потенциал роста 117%. Реализация этого потенциала, по нашей оценке, активно стартует во II полугодии 2011-го года, после завершения допэмиссии и инвестирования вырученных компанией средств.

Химический сектор

Благодаря погодным аномалиям в 2010-м году химический сектор смог показать положительную динамику. После снижения потребления удобрений в последние годы и сохранения низких цен на них, рост спроса в 2010-м году был оптимистично воспринят рынком. Рост цен на сельхозпродукцию по всему миру улучшил ожидаемые финансовые результаты компаний по результатам 2010-го года. Всплеск интереса инвесторов к отрасли пришелся на II-е полугодие, в результате чего акции сектора попали в число лидеров на рынке.

Динамика изменения индекса «ММВБ химия и нефтехимия» в 2010 году



Источник данных: Micex, расчеты аналитического отдела ИК «РИКОМ-ТРАСТ»

Основными тенденциями в 2010-м году стал мировой рост потребления калийных удобрений на 20%, азотных на 2%, фосфорных на 7%. В результате производство калийных удобрений в России выросло на 66%, показав направление к постепенному возврату докризисных объемов производства.

Существенным событием для компаний отрасли станет объявленное осенью 2010 года начало реализации программы перехода на свободное образование цен на калийные удобрения в России с 2011-го года. Согласно

программе, с 2011-го года по 2013-й год производителям хлористого калия рекомендовано поставлять продукцию российским производителям сложных минеральных удобрений по минимальной экспортной цене, уровень которой будет уточняться раз в квартал**. С 2013-го года внутренние цены на калий должны полностью достигнуть мирового уровня.** В этой ситуации в выгодной позиции находится «Уралкалий» как единственный (с весны 2011 года) поставщик калийного сырья, в то время как для производителей сложных минеральных удобрений затраты на закупку сырья увеличатся.

Положительным решением для отрасли стал отказ от намерения ввода пошлины на хлористый калий – в качестве альтернативы для пополнения недоимок бюджета в период действия выборочных льгот на экспорт нефти. Рост цен на нефть позволил сформировать дополнительные поступления в бюджет и отклонить идею обложения пошлиной компаний, экспортирующих хлористый калий.

В 2010-м году была отмечена активизация крупнейших мировых производителей калия на рынке M&A. Неудачей закончилась попытка BHP Billiton приобрести крупнейшего производителя калийных удобрений в мире, канадскую Potash Corp. из-за несогласия акционеров поглощаемой компании. А вот сделка по поглощению «Уралкалием» «Сильвинита» скорее всего будет заключена. В конце декабря были объявлены основные нюансы сделки: до конца февраля 2011-го года «Уралкалий» выкупит 1,565 млн. обыкновенных акций «Сильвинита» у одного из акционеров (20%-ая доля от голосующих бумаг) по цене $894,5 за акцию. Остальная часть акций «Сильвинита» будет обменена на дополнительно выпущенные акции «Уралкалия» в течение I-го полугодия 2011 года. 4 февраля 2011 года будет проведено внеочередное собрание акционеров для получения одобрения реорганизации.

Мы считаем, что для миноритариев «Уралкалия» данная сделка является позитивной новостью, поскольку условия объединения предполагают для несогласных со сделкой относительно небольшой дисконт к рыночной стоимости (5,7% на сегодняшний день). Что касается акционеров «Сильвинита», то им «повезло» меньше, поскольку предложенные условия сделки оказались хуже

ожиданий рынка. **В объединенной компании доля «Сильвинита» будет составлять около 40%, притом, что производственные показатели компании за I полугодие 2010-го года существенно превышали аналогичные показатели «Уралкалия». Обмен привилегированных бумаг «Сильвинита» будет происходить по коэффициентам обмена с учетом почти 60%-го дисконта к обыкновенным, что, конечно, не может радовать обладателей его «префов».**

Объединенная компания станет третьим крупнейшим производителем калия в мире после Potash и BHP Billiton с совокупными производственными мощностями около 11,5 млн. т., которые планируется увеличить через 2 года до 14 млн. т.

Среди базовых идей инвестирования в бумаги сектора на 2011 год в химическом секторе мы выделяем акции двух компаний: «Уралкалия» и «Акрона».

«Уралкалий» интересен как потенциальный крупнейший производитель в мире при перспективе роста спроса на калийные удобрения и ожидании роста цен на сырье.

«Акрон» как производитель сложных удобрений интересен из-за его ориентации на внутренний рынок. В ближайшие два года он сможет покупать хлористый калий для производства удобрений на внутренний рынок на тех же льготных условиях, на которых напрямую осуществляют закупки сельхозпроизводители. Таким образом, мы ждем рост спроса на продукцию «Акрона» на внутреннем рынке. Сильной стороной становится и ряд уже заключенных соглашений с «Уралкалием», что позволит сохранить бесперебойность поставок сырья и определенность в ценовых категориях в будущем году. «Акрон» подписал соглашения с «Уралкалием» о поставках хлористого калия с привязкой к минимальной экспортной цене в соответствии с правилами недискриминационного доступа к приобретению хлористого калия с 1 января 2011-го года до 1 января 2014-го года. Положительным для компании является и обеспеченность сырьем – в следующем году «Уралкалий» поставит компании около 300 тыс. тонн хлористого калия.

РИКОМ-ТРАСТ
тел. 8 (495) 921–15-55
www.fondmarket.ru
www.ricom.ru

Начальник аналитического отдела
Олег Абелев
т. (499) 241-53-07 (доб. 259)
e-mail:
abelev@ricom.ru

Аналитик
Ирина Суркова,
т. (499) 241-53-07 (доб. 257)
e-mail: Irina.Surkova@ricom.ru

ЗАО "ИК "РИКОМ-ТРАСТ"

121099, Москва, Проточный пер., д.6

Настоящий обзор, был подготовлен аналитическим отделом ЗАО «ИК «РИКОМ-ТРАСТ» и носит исключительно информационный характер. Данная информация не может рассматриваться, как обязательство компании по заключению сделок с инвестиционными инструментами, упоминаемыми в публикации. Информация, содержащаяся в обзоре, получена из источников, признаваемых нами достоверными, однако мы не гарантируем ее полноту и точность. ЗАО «ИК «РИКОМ - ТРАСТ», ее клиенты и сотрудники могут иметь позицию или какой-либо интерес в любых сделках и инвестициях прямо или косвенно упоминаемых в настоящей публикации. ЗАО «ИК «РИКОМ-ТРАСТ» и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания. Мы напоминаем, что любые инвестиции в российские ценные бумаги связаны со значительным риском.

24 декабря 2010 года