

Россия: макроэкономические прогнозы

	2011о	2012о
ВВП, \$ млрд.	1 800	2 000
Рост ВВП	4,8%	4,0%
Профицит (дефицит) бюджета / ВВП	0,9%	-1,4%
Пром. производство	5,0%	4,5%
Инвестиции	6,0%	5,0%
Индекс потреб. цен	6,2%	6,0%
Счет текущих операций, \$ млрд.	95	50
Средний курс RUB/USD	29,50	29,50
Средний курс RUB/EUR	42,20	41,30
Средняя цена Юралз, \$ / барр.	110	100

Источник: Тройка Диалог

Основные показатели фондового рынка

Индекс РТС	1 431
Индекс ММВБ	1 402
P/E 2011о – внутренний рынок	7,8
P/E 2012о – внутренний рынок	6,4
P/E 2011о – экспортеры	4,5
P/E 2012о – экспортеры	4,9
P/E 2011о – рынок в целом	5,4
P/E 2012о – рынок в целом	5,4
P/E 2011о – среднее по EM	8,7
P/E 2012о – среднее по EM	7,8
Рост EPS за 2011о–12о – внутр. рынок	18,5%
Рост EPS за 2011о–12о – экспортеры	-1,0%
Рост EPS за 2011о–12о – среднее по EM	10,6%

Примечание. Данные по состоянию на 22 ноября.

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Наш выбор: защитные ликвидные активы*

	P/E 2012о
Polymetal International	5,3
ФСК ЕЭС	7,4
МТС	8,5
X5 Retail Group	9,4
НОВАТЭК и высокодоходные привилегированные акции	13,1

* Полный список приведен далее в обзоре.

Источник: Тройка Диалог

Наш выбор: рискованные ликвидные активы*

	P/E 2012о
Сбербанк	4,9
Газпром	3,6
НОВАТЭК	13,1
Яндекс	14,2
Evraz Plc	3,2

* Полный список приведен далее в обзоре.

Источник: Тройка Диалог

Стратегия. Ежемесячный обзор 2012: Неведомая страна

Если новому смелому миру и предназначено существовать, то самая трудная эпоха выпадет на время жизни нашего поколения.

Звездный путь VI. Неведомая страна

■ Уже давно прогнозы на предстоящий год не были столь неопределенными, а возможные сценарии развития – столь противоречивыми. Все больше сомнений в том, сможет ли Европа в начале будущего года избежать осложнений долгового кризиса и рецессии. Если подобный негативный сценарий реализуется, последствия почти наверняка затронут банковскую систему США и снизят прогнозы роста и в Америке, и в Китае. Тем, кто инвестирует в российские активы, надо надеяться, что пик кризиса придется именно на начало 2012 года и что после этого получится установить новые ориентиры оценки стоимости и риска. Пока этого не произошло, любые традиционные “точки отсчета сравнительной стоимости” не заслуживают доверия, т. к. текущие прогнозы и оценки, например, в части роста прибыли, неизбежно изменятся. Можно сказать, что в 2012 году инвесторов ждет неведомая, еще не открытая страна.

■ В прогнозе на 2012 год мы обратили внимание на сектора и компании, уязвимые в случае дальнейшего ухудшения глобальной конъюнктуры, а также на инвестиционные идеи с хорошим потенциалом роста при ожидаемом восстановлении оптимизма в 2П12. Наш список лучших акций делится на две части – наиболее безопасные активы, вложения в которые актуальны в начале 2012 года, и более рискованный портфель на остальную часть года.

■ В начале 2012 года все рынки останутся волатильными, что сулит хорошие возможности для трейдеров. У инвесторов, которые не боятся краткосрочных рисков и ориентируются на долгосрочную перспективу, будут хорошие шансы дешево купить качественные активы. Стоит их использовать: как в 2011 году рынки постоянно поджидали сюрпризы, в основном неприятные, точно так же можно ожидать, что в 2012 году будут найдены неожиданные решения и восстановится оптимизм.

■ Внутренний российский рынок также вступает на неизведанную территорию. Государство намерено занять более активную и прагматичную позицию, чтобы добиться ускорения роста и усиления диверсификации экономики. Высоких цен на нефть, даже по \$100 за баррель, для этого уже недостаточно. Пока не сложится определенная картина развития глобальной экономики и инвестиционной конъюнктуры в послекризисный период, российский рынок в глобальном масштабе, как ожидается, будет играть второстепенную роль или просто повторять динамику ведущих рынков.

Крис Уифер +7 (495) 933 9886
Chris_Weafer@troika.ru

- Мы полагаем, что текущая в целом позитивная макроэкономическая картина не изменится и в 2012 году (рост ВВП России – 4%, инфляция – 6,0%). Вступление России в ВТО, намеченное на 2К12, не повлечет заметных последствий в краткосрочной перспективе, но потребует от отечественных компаний как можно быстрее повышать конкурентоспособность.
- Инвестиционная привлекательность России по-прежнему зависит от “джокера” – цены нефти. В 2011 году динамика цены Brent и, соответственно, Юралз была лучше, чем других сырьевых товаров и рынков акций. Это было обусловлено ограниченным предложением, смещением спроса в сторону по-прежнему активно растущих развивающихся стран и увеличением премии за риск вследствие нестабильности в арабском мире. Снижение цен на нефть неизбежно при рецессии в ЕС и замедлении глобального экономического роста в 1К12. Однако факторы, поддерживавшие цену нефти в 2011 году, по-прежнему в силе. Это не поможет удержать российский рынок от снижения в 1К12, но должно обеспечить благоприятный экономический климат в стране в 2П12.

Содержание

2012: Неведомая страна.....	4
Год 2012: идеи, бумаги, сроки	6
Россия в 2012 году: внешние факторы	16
Россия в 2012 году: внутренние факторы.....	23
Обзор 2011 года. Под внешним игом	29
Нефть и газ. Бегство от риска – бегство от России	42
Черная металлургия. Сектор с высоким бета-коэффициентом	45
Банки. Осторожный оптимизм	48
Телекоммуникации. Отраслевые тенденции важнее макроэкономических	52
Потребительский сектор. После бури	55
Электроэнергетика. Зависима, но не полностью	59
Медиа и ИТ. Экономика, экономика и еще раз экономика	63
Транспорт. Возможность выбора	66
Недвижимость. Главная опасность – недостаток ликвидности в банковской системе	70
Компании малой капитализации. Интересно только то, что “на особинку”	74
Долговые бумаги. Неоднозначные перспективы.....	78
Мировой рынок	82
Рынки EMEA.....	83
Ликвидность	84

Примечание. Все данные приведены по состоянию на момент закрытия рынка 22 ноября, если не указано иное.

2012: Неизвестная страна

*Когда бы страх чего-то после смерти, –
Безвестный край, откуда нет возврата
Земным скитальцам, – волю не смущал,
Внушая нам терпеть невзгоды наши
И не спешить к другим, от нас сокрытым?*

*Шекспир. Гамлет, 3 акт
(пер. М. Лозинского)*

Экономический и долговой кризис в Европе входит в решающую стадию, и, по всей вероятности, вскоре распространится на США и прочие крупные экономики, провоцируя замедление роста и опасения относительно достаточности капитала банковского сектора. Политики отчаянно пытаются избежать серьезных и непопулярных структурных изменений в преддверии выборов в 2012 году. Рынки облигаций не будут ждать до будущего года, а пик кризиса в еврозоне, вероятно, придется на его начало. Множество вероятных сценариев развития событий пока не учтено в оценке большинства активов, и хотя российские акции находятся в лучшем положении, чем другие бумаги, их динамика не будет изолированной. Несмотря на относительно стабильный внутренний рост и очень хорошее исполнение бюджета в 2011 году, российский фондовый рынок и курс рубля по-прежнему воспринимаются как производные от состояния глобальной экономики.

Те, кто инвестировал в активы России и других перспективных развивающихся стран, надеются, что кризис достигнет пика в начале 2012 года, а затем сформируется новая база оценки стоимости и рисков. Пока этого не произошло, ни один из традиционных «ориентиров сравнительной оценки» не заслуживает доверия, поскольку текущие прогнозы (например, по росту прибылей) неизбежно изменятся. 2012 год – это по большей части «неизвестная страна». Она таит в себе и сюрпризы, и неожиданные удары, что скажется на оценке активов. Впрочем, учитывая скорость и силу спада, можно ожидать, что и восстановление будет уверенным. Оптимизм инвесторов – это опережающий индикатор экономического роста, и мы можем убедиться в этом во второй половине 2012 года.

Упомянутые прогнозы – основа нашей стратегии на 2012 год: мы полагаем, что дальнейший спад в мировой экономике и усиление несклонности к риску в начале года сменятся стабилизацией и утверждением новой реальности в конце весны или в начале лета, после чего на рынки вернется оптимизм, и осенью оценка активов восстановится.

Мы анализируем сектора рынка и отдельные компании, оценивая их чувствительность к глобальной нестабильности и выделяя бумаги и сегменты, которые лучше других готовы к ожидаемому восстановлению в 2012. Выбранные нами компании разделены на две категории: оптимальный портфель при ослаблении склонности к риску на начало 2012 года и при усилении склонности к риску на 2012. По-видимому, на всех рынках в начале 2012 года сохранится волатильность, что открывает большие возможности для трейдеров. Инвесторы, которые готовы рисковать в краткосрочной перспективе и ориентированы на долгосрочные инвестиции, смогут дешево приобрести качественные активы. Стоит использовать этот шанс: как в 2011 году рынки постоянно поджидали сюрпризы, в основном неприятные, точно так же можно ожидать, что в 2012 году могут быть найдены неожиданные решения и восстановится оптимизм.

Пока не сложится определенная картина развития глобальной экономики и инвестиционной конъюнктуры в послекризисный период, российский рынок в глобальном масштабе, как ожидается, будет играть второстепенную роль или просто повторять динамику ведущих рынков, как было в 2011 году. Впрочем, глядя на перспективы послекризисного восстановления в Европе и других странах, мы видим, что у российского рынка есть хорошая возможность показать опережающую динамику в 2П12 и 2013 году, поскольку новое правительство собирается активнее стимулировать инвестиции в экономику и уверенно проводить реформы, хотя и довольно медленными темпами. Вступление России в ВТО, намеченное на 2К12, не повлечет заметных последствий в краткосрочной перспективе, но потребует от отечественных компаний как можно быстрее повышать конкурентоспособность.

Инвестиционная привлекательность России по-прежнему зависит от “джокера” – цены нефти. В 2011 году динамика цены Brent и, соответственно, Юралз была лучше, чем других сырьевых товаров и рынков акций. Это было обусловлено ограниченным предложением, смещением спроса в сторону по-прежнему активно растущих развивающихся стран и увеличением премии за риск вследствие нестабильности в арабском мире. Снижение цен на нефть неизбежно при рецессии в ЕС и замедлении глобального экономического роста в 1К12. Однако факторы, поддерживавшие цену нефти в 2011 году, по-прежнему в силе. Это не поможет удержать российский рынок от снижения в 1К12, но должно обеспечить благоприятный экономический климат в стране в 2П12.

Основные события

9 декабря	Саммит лидеров ЕС, на котором будут обсуждаться пути выхода из долгового кризиса
12–14 декабря	Встреча министров стран ОПЕК, на которой будет обсуждаться политика в области добычи
15–17 декабря	Голосование по вопросу вступления России в ВТО на заседании генерального совета ВТО
19 декабря	Перевод фондового рынка РТС на ФБ ММВБ
25 декабря	20-я годовщина распада СССР
1 января	Начало работы Таможенного союза России, Казахстана и Белоруссии Вступление в силу закона “О Центральном депозитории”
30 января – 3 февраля	Форум “Россия – 2012”, проводимый Тройкой Диалог и Сбербанком
4 марта	Выборы президента России (первый раунд)
Март	Выборы председателя Всекитайского собрания народных представителей
29 марта	Парламентские выборы в Иране
22 апреля	Выборы президента Франции
3 или 10 мая	Инаугурация президента России
15–22 мая	Саммит “большой восьмерки” в Чикаго
Июнь	Саммит “большой двадцатки” в Мехико
Июль	Иностранные депозитарии смогут открывать номинальные счета в Центральном депозитории
Октябрь	Саммит АТЭС во Владивостоке
6 ноября	Выборы президента США

Источник: Тройка Диалог

Chris_Weafer@troika.ru

Год 2012: идеи, бумаги, сроки

Предсказать будущее невозможно, а расплата за чрезмерный оптимизм бывает очень высока. Неуверенность – вот друг и помощник долгосрочного инвестора.

Уоррен Баффетт

Базовые допущения

Уже давно прогнозы на предстоящий год не были столь неопределенными, а возможные сценарии развития – столь противоречивыми. Все больше сомнений в том, сможет ли Европа в начале будущего года избежать осложнений долгового кризиса и рецессии. Если подобный негативный сценарий реализуется, последствия почти наверняка затронут банковскую систему США, а в этом случае довольно высока вероятность рецессии в американской экономике. От последствий долгового кризиса в Европе не смогут уйти и сильнейшие развивающиеся экономики, в особенности ориентированные на экспорт (например, Китай). До рецессии дело, конечно, не дойдет, однако темпы роста будут значительно медленнее текущих прогнозов, что негативно скажется на стоимости активов и усилит риски дестабилизации.

Тем, кто инвестирует в активы российского и других относительно сильных развивающихся рынков, надо надеяться на то, что пик кризиса придется именно на начало 2012 года и что после этого получится установить новые ориентиры оценки стоимости и риска. Пока этого не произошло, любые традиционные “точки отсчета сравнительной стоимости” не заслуживают доверия, так как текущие прогнозы и оценки, например, в части роста прибыли, наверняка изменятся. Можно сказать, что в 2012 году инвесторов ждет неизвестная, пока еще не открытая страна. Одно можно сказать наверняка: в начале пути к новому миру, миру, который уже не будет таким, как вчера, нас неизбежно ждут не самые приятные неожиданности и потрясения, а стоимость активов продолжит снижаться. Однако, в противовес необычайно быстрому и болезненному снижению, восстановление рынков и экономик может также оказаться неожиданно быстрым. Оптимизм инвесторов – один из первых предвестников восстановления экономики, и мы не исключаем его начала уже во второй половине 2012 года.

Данное допущение легло в основу нашего инвестиционного сценария на 2012 год: дальнейшее снижение темпов роста мировой экономики и усиление страха перед рисками в начале года, стабилизация и переоценка с учетом новой реальности в конце весны – начале лета, возврат оптимизма и восстановление стоимости активов в начале осени.

Мы пересмотрели свои прогнозы как в отношении рыночных секторов, так и в отношении отдельных акций, оценили, насколько они уязвимы в случае дальнейшего ухудшения ситуации в мировой экономике, и выделили те бумаги, у которых больше шансов восстановиться во второй половине 2012 года. Таким образом, наш список “лучших акций” делится на две части – наиболее безопасные активы, вложения в которые актуальны в начале 2012 года, и более рискованный портфель на оставшуюся часть года. В начале 2012 года все рынки будут оставаться волатильными, что сулит хорошие возможности для трейдеров. У инвесторов, которые не боятся краткосрочных рисков и ориентируются на долгосрочную перспективу, будут хорошие шансы купить качественные активы по низким ценам. И им не следует сомневаться – как в 2011 году рынки постоянно поджидали сюрпризы, в основном неприятные, точно так же можно ожидать, что в 2012 году могут быть найдены неожиданные решения и восстановится оптимизм.

Инвестиционные идеи

В данном разделе описаны основные допущения, которые мы делаем на следующий год в отношении мировой экономики, цен на нефть и трендов на внутреннем рынке. Основные события, которые могут повлиять на оценки российских активов в 2012 году, и их последствия с рыночной точки зрения перечислены в таблице ниже.

Базовый сценарий на 2012 год

	Начало года	Середина года	Осень
Мировая	Снижение прогнозов экономического роста и доходов компаний по мере "скачивания" ЕС в рецессию и усиления потребности американских и европейских банков в рефинансировании долга. На рынках высокая волатильность, постепенно ослабевающая.	Некоторое облегчение: основные европейские экономики будут втянуты в сделку по приобретению Европейским ЦБ проблемных долговых обязательств на несколько миллиардов евро. Стабилизация рынков, но без значительного ралли.	Мы надеемся, что к тому времени Европа и США либо завершат обязательный процесс реструктуризации долга, необходимый для стабилизации их экономик, либо рынки получат уверенность в том, что этот процесс завершится в будущем. Большая уверенность в устойчивом росте в 2013 году.
США	Снижение прогнозов роста и опасения относительно кредитоспособности банков по причине банковских рисков в еврозоне. Конгресс так и не достигнет согласия в отношении механизмов снижения бюджетного дефицита.	Стабильный рост. По мере приближения президентских выборов на первый план выйдут политические факторы.	Рост оптимизма после президентских выборов. Начало восстановления экономических показателей и прибыли компаний.
ЕС	Масштабная реструктуризация долга в начале 1К12 станет последним шагом на пути к кризису. Рост политических разногласий между странами-участницами ЕС отрицательно скажется на доверии к экономике и стабильности в регионе. ЕС в 2012 году погрузится в рецессию. Единственный приемлемый вариант – помощь со стороны ЕЦБ, однако произойдет это ближе к концу квартала.	Соглашение об использовании средств ЕЦБ для финансовой помощи странам еврозоны. Анализ причин кризиса первого квартала – весны 2012 года. Очень медленное восстановление евро.	Рост стабильность в еврозоне, которая либо останется в существующем виде, либо сократится до ключевых стран. Растущая уверенность в том, что основные экономики ЕС в 2013 году смогут вырасти. Стабилизация банковского сектора.
Китай	Инвесторы по-прежнему надеются на "мягкую посадку". Прогнозы роста постоянно снижаются, но "жесткой посадки" удастся избежать. Выборы нового председателя Госсовета, смена премьер-министра. Новое правительство будет стараться поддержать экономическую и социальную стабильность в стране, но опасения инвесторов в этом отношении усилятся.	Стабилизация экономических показателей по мере того как новое руководство будет стараться поддерживать стабильность и рост экономики.	"Мягкая посадка". Рост социальной напряженности, однако на показатели роста в 2013 году это, скорее всего, не повлияет. Стабильный спрос на импортную нефть и сырьевые товары.
Риски	Неконтролируемый кризис в ЕС, дефолт нескольких стран. Раскол еврозоны, выход из нее Греции и угроза выхода других стран. Политические разногласия как угроза целостности ЕС. Рецессия в США и "жесткая посадка" в Китае.	Углубление рецессии в ЕС и США в купе с банковским кризисом начала 2012 года, справиться с которыми будет уже гораздо сложнее. Рецессия продлится до середины года. Торговая война между Китаем и США на фоне приближения выборов и попыток сторон переложить вину друг на друга.	Углубление рецессии в Европе и по-прежнему медленный рост экономики США. "Жесткая посадка" в Китае приведет к ухудшению ситуации на внутреннем рынке и усилению оппозиции правительству.
Цена нефти	Рецессия в США и замедление роста в Китае уменьшат спрос на нефть. Быстрой реакции со стороны ОПЕК (Саудовской Аравии) не последует, но в 2К12 поставки аравийской нефти сократятся. Премия за риск останется высокой из-за нестабильности на Ближнем Востоке и угрозы военных действий против Ирана. Цена Brent – \$85–100 / барр.	Признаки восстановления в Европе и ЕС окажут поддержку ценам на нефть. Не исключено, что ОПЕК скорректирует объемы поставок с учетом пересмотренных прогнозов спроса, чтобы удержать среднюю цену Brent вблизи \$100 / барр. Цена Brent – \$95–105 / барр.	Баланс спроса и предложения на рынке нефти останется жестким. Восстановление экономики в конце 2012 года и более точные прогнозы экономического роста на 2013 год будут способствовать повышению прогнозов спроса. Саудовской Аравии нужна цена Brent не ниже \$100 / барр. Поставки из Ирана начнут сокращаться под давлением многолетних санкций. Цена Brent – \$100–115 / барр.

Источник: Тройка Диалог

Базовый сценарий на 2012 год (продолжение)

	Начало года	Середина года	Осень
Цена нефти – риски	Углубление рецессии в ЕС приведет к замедлению роста в США и "жесткой посадке" в Китае. Это, в свою очередь, приведет к снижению прогнозов спроса и падению цен на нефть. Существует риск военных действий против Ирана и роста нестабильности на Ближнем Востоке, что приведет к дальнейшим перебоям в поставках.	Явный риск – углубление рецессии в ЕС и США, что также ударит по спросу со стороны китайских потребителей. По-прежнему ожидается восстановление цен на нефть к середине года, поскольку из-за повышения социальных выплат после "арабской весны" средняя цена Brent, необходимая Саудовской Аравии для бездефицитного бюджета, теперь составляет \$100. Военный удар по Ирану также приведет к росту цен на нефть.	Углубление рецессии в ЕС, снижение потребления в США и резкое сокращение спроса на импорт со стороны Китая. Снижение котировок нефти на продолжительное время – до тех пор пока Саудовская Аравия не сократит поставки для стабилизации цены.
Россия	Начало работы Таможенного союза с 1 января 2012 года. В остальном российская внутриполитическая жизнь будет бедна на события до момента вступления в должность нового правительства в мае. Завершение процесса вступления в ВТО. Медленный, но стабильный рост – "инерционный" сценарий.	Новое правительство будет придерживаться более проактивного и прагматичного подхода. Постепенное улучшение инвестиционного климата. Стабильный рост экономики. Членство в ВТО.	Прояснение перспектив реформ и улучшения инвестиционного климата. Несколько крупных инвестиционных сделок с европейскими контрагентами. Ускорение роста экономики. Повышение оптимизма и, как следствие, увеличение притока инвестиций.
Инвестиционные идеи	Закрытие позиций по рискованным активам. Доходные акции с потенциалом продолжительного роста, акции компаний с низким чистым долгом и большими денежными средствами. Компании, ориентированные на внутренний рынок. Стоит избегать бумаг с высокой бетой, акций экспортеров (в целом) и компаний с высокой долговой нагрузкой.	Продолжительный рост со смещением в сторону циклического роста. От акций с низкой бетой к бумагам в высокой бетой. Предпочтение компаниям с хорошими балансовыми показателями. Основное внимание бумагам компаний, ориентированных на внутренний спрос.	Высокая бета. Циклический рост. Акции компаний, подлежащих дальнейшей приватизации. Акции инфраструктурных компаний. Акции компаний, зависящих от роста внутренней экономики.
Индекс РТС	1 200–1 400	1 500–1 900	1 700–2 200

Источник: Тройка Диалог

На наш взгляд, основные инвестиционные идеи на первую половину следующего года, когда рыночные тенденции будут в основном негативными, и на второе полугодие, когда на рынки начнет возвращаться оптимизм, в корне отличаются друг от друга. Как нам кажется, в начале года инвесторам будут интересны компании с меньшей степенью риска; в частности, стоит обратить внимание на следующие показатели:

- стабильная прибыль;
- низкое соотношение долга и чистой денежной позиции;
- низкая оценка при долгосрочных перспективах роста;
- низкий бета-коэффициент.

Тенденции, на которые, на наш взгляд, стоит ставить в середине года:

- стабильная прибыль;
- стабильный долгосрочный рост;
- некоторые особые случаи;
- ориентированность на внутренний спрос.

После лета, т. е. когда мировые рынки капитала, как ожидается, начнут медленно отходить от весеннего обвала, внимание инвесторов должно переместиться в область более рискованных активов. Стоит, в частности, обратить внимание на следующие идеи:

- акции с высоким бета-коэффициентом;
- бумаги с циклическим ростом;
- ориентированность на внутренний спрос;
- компании сектора инфраструктуры и реформируемые компании.

Мы рекомендуем следующий состав инвестиционных портфелей (отдельные рекомендации по безопасным и рискованным активам и по конкретным акциям см. ниже в соответствующих отраслевых разделах).

Рекомендованный состав "безопасного" портфеля активов

	Код	Цена \$	Целевая цена* \$	Потен- циал	ADT за 100 дней \$ млн.	МСар \$ млн	В с воб. обращ.	EV/ЕБИТДА		P/E		EPS CAGR** 2011о-13о	Доход- ность 2011**
								11о	12о	11о	12о		
Башнефть	BANE RU	48,00	68,00	42%	0,1	9 596	1,14%	4,4	4,1	6,4	6,4	1,1%	8,8%
Башнефть прив.	BANEP RU	41,25	68,00	65%	0,0	–	18%	0,0	–	–	–	–	10,2%
Группа "ДИКСИ"	DIXY RX	9,48	16,00	69%	0,3	1 182	32,50%	6,3	4,7	17,6	10,4	56,3%	–
Э.ОН Россия	EONR RX	0,073	0,126	72%	1,0	4 608	21,70%	4,0	2,8	7,6	5,9	21,8%	–
ФСК ЕЭС	FEES RX	0,0103	0,0150	47%	22,8	13 027	16,82%	4,4	4,0	9,6	7,4	27,0%	1,2%
Глобалтранс	GLTR LI	14,04	21,84	56%	3,4	2 200	35,10%	5,8	5,2	8,2	7,7	8,2%	2,6%
Highland Gold Mining	HGM LN	2,76	4,00	45%	1,4	898	32,66%	2,9	3,0	5,7	5,6	5,6%	–
РД "КазМунайГаз"	KMG LI	15,60	30,00	92%	4,7	6 666	23,69%	1,5	1,0	3,7	3,8	-0,5%	6,0%
М.Видео	MVID RX	6,68	10,00	50%	0,3	1 202	29,70%	4,5	3,5	11,2	8,5	22,2%	1,9%
Магнит	MGNT LI	20,69	31,00	50%	32,3	9 191	47,00%	9,9	7,9	19,6	14,5	37,6%	–
МТС	MBT US	15,18	18,90	25%	46,0	15 096	34,33%	4,1	3,7	10,0	8,5	11,3%	6,4%
НОВАТЭК	NVTK LI	141	160	14%	93,7	42 721	28,94%	13,8	10,3	17,1	13,1	24,9%	0,1%
НМТП	NCSP LI	7,97	11,35	42%	0,5	2 047	29,90%	6,5	6,1	6,0	5,8	6,4%	0,6%
Полиметалл	PMTL LI	16,40	24,58	50%	7,9	5 985	37,78%	5,2	3,7	7,1	5,3	19,0%	–
Сургутнефтегаз прив.	SNGS RX	0,87	0,94	8%	29,3	34 944	14,20%	1,2	1,2	3,3	3,7	–	10,0%
ТНК-ВР Холдинг прив.	TNBPP RU	2,33	3,60	55%	0,0	–	–	–	–	–	–	–	9,9%
Банк "Возрождение"	VZRZ RX	22,21	45,72	106%	0,2	539	33,95%	4,3	3,6	5,0	4,3	–	0,1%
X5 Retail Group	FIVE LI	22,70	42,40	87%	26,7	6 165	27,90%	6,5	5,2	13,3	9,4	41,4%	–
Яндекс	YNDX US	20,06	38,50	92%	30,1	6 479	17,77%	11,2	7,9	19,0	14,2	26,5%	–

* Рассчитана методом ДПДС.

** На основе прогнозных выплат за 2011 год.

Источник: Тройка Диалог

Рекомендованный состав "рискованного" портфеля активов

	Код	Цена \$	Целевая цена* \$	Потен- циал	ADT за 100 дней \$ млн.	МСар \$ млн	В с воб. обращ.	EV/ЕБИТДА		P/E		EPS CAGR** 2011о-13о
								11о	12о	11о	12о	
AFI Development	AFID LI	0,48	1,62	237%	0,4	516	36,3%	8,3	6,6	4,7	4,1	72,9%
СТС Медиа	CTCM US	9,23	22,80	147%	6,7	1 449	36,7%	3,6	3,4	7,2	7,3	1,7%
Э.ОН Россия	EONR RX	0,073	0,126	72%	1,0	4 608	21,7%	4,0	2,8	7,6	5,9	21,8%
ГК "ЭТАЛОН"	ETLN LI	4,55	9,04	99%	1,7	1 342	27,9%	5,2	2,9	6,0	3,5	52,1%
Eurasia Drilling Company	EDCL LI	24,00	39,00	63%	6,9	3 525	29,7%	5,3	4,0	10,1	7,5	27,2%
Evraz Plc	EVRZ LI	15,00	42,00	180%	39,7	6 568	27,6%	2,6	2,4	3,4	3,2	-3,8%
ФСК ЕЭС	FEES RX	0,0103	0,0150	47%	22,8	13 027	16,8%	4,4	4,0	9,6	7,4	27,0%
FEESCO	FESH RX	0,284	0,650	129%	0,2	726	18,0%	4,1	4,2	9,0	7,2	21,6%
Газпром	GAZP RX	5,45	8,00	47%	424,5	124 302	40,0%	2,5	2,6	3,1	3,6	–
Газпром нефть	SIBN RX	4,30	5,25	22%	2,4	20 390	4,3%	3,0	3,0	4,7	5,1	-3,9%
Global Ports	GLPR LI	15,00	21,75	45%	1,6	2 350	25,0%	6,7	4,8	10,3	7,6	25,2%
Группа ЛСР	LSRG LI	3,85	11,74	205%	3,7	1 983	32,0%	4,4	2,6	5,2	3,5	36,4%
М.Видео	MVID RX	6,68	10,00	50%	0,3	1 202	29,7%	4,5	3,5	11,2	8,5	22,2%
Магнит	MGNT LI	20,69	31,00	50%	32,3	9 191	47,0%	9,9	7,9	19,6	14,5	37,6%
Мечел	MTL US	9,64	12,67	31%	43,6	4 343	33,2%	4,7	4,3	4,5	3,8	-1,4%
Холдинг МРСК	MRKH RX	0,093	0,241	161%	13,3	4 087	36,8%	4,1	3,5	4,5	2,7	63,3%
МТС	MBT US	15,18	18,90	25%	46,0	15 096	34,3%	4,1	3,7	10,0	8,5	11,3%
НОВАТЭК	NVTK LI	141	160	14%	93,7	42 721	28,9%	13,8	10,3	17,1	13,1	24,9%
Роснефть	ROSN RX	6,60	10,00	51%	110,4	69 979	10,7%	3,7	3,5	5,9	6,1	–
Сбербанк	SBER RX	2,45	4,74	94%	899,9	54 783	39,6%	4,9	4,8	4,9	4,9	–
ВТБ	VTBR LI	4,09	7,44	82%	84,2	21 381	24,5%	5,4	4,6	5,0	4,3	–
X5 Retail Group	FIVE LI	22,70	42,40	87%	26,7	6 165	27,9%	6,5	5,2	13,3	9,4	41,4%
Яндекс	YNDX US	20,06	38,50	92%	30,1	6 479	17,8%	11,2	7,9	19,0	14,2	26,5%

* Рассчитана методом ДПДС.

Источник: Тройка Диалог

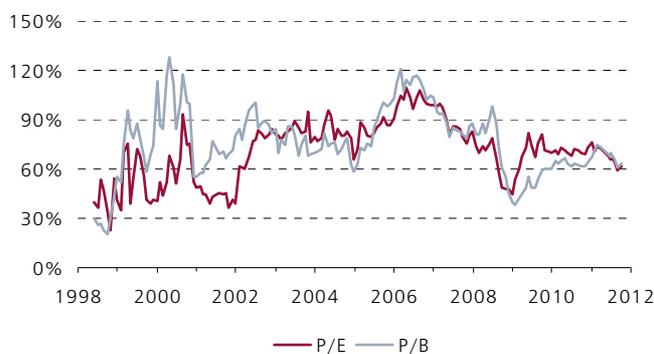
Оценка и рост

Мы проанализировали динамику мультипликаторов "цена / прибыль" и "цена / балансовая стоимость" для российского рынка и в среднем для развивающихся рынков. В настоящий момент российский рынок оценен в среднем на 23% дешевле рынков EM по коэффициенту "цена / прибыль" – для сравнения, средний дисконт на последние 18 месяцев составил 30%. Без учета традиционно "дешевых" акций нефтегазового сектора дисконт все равно сохраняется. Средний коэффициент "цена / прибыль 2011о" для компаний вне экспортного сектора

составляет 7,8 против 8,7 для аналогов с развивающихся рынков. В последний раз оценки российского и других развивающихся рынков выровнялись в тот период, когда в качестве катализатора роста российской экономики выступал внутренний спрос, а не цена нефти, что происходило на фоне растущей уверенности в том, что правительство будет более твердо придерживаться заявленного плана реформ.

Именно такой сценарий мы прогнозируем на 2012 и 2013 годы.

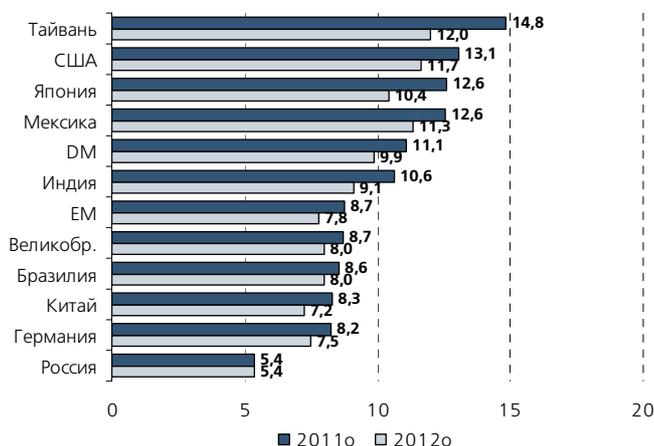
Оценка российского рынка по сравнению с аналогами EM по "цена / прибыль" и с GEM по "цена / капитал"



Источник: IBES, Тройка Диалог

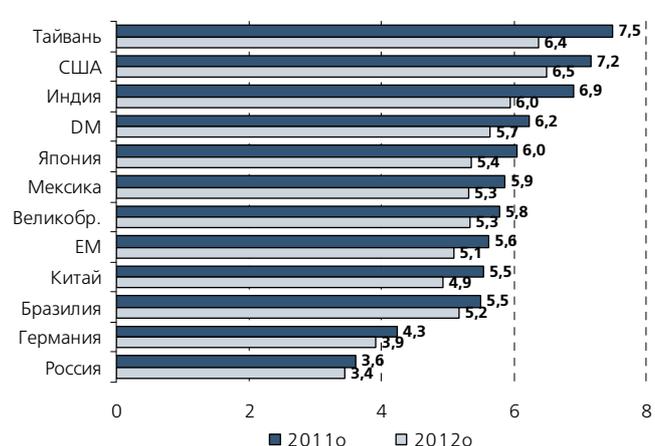
На графиках ниже Россия сравнивается с основными развитыми и развивающимися рынками по коэффициентам прибыли за 2011 и 2012 год, т. е. на базе текущих допущений для всех рынков.

Сравнение России и мировых рынков по коэффициенту "цена / прибыль"



Источник: Bloomberg

Сравнение России и мировых рынков по коэффициенту "стоимость предприятия / EBITDA"



Источник: Bloomberg

Одна из основных причин столь существенного дисконта – высокий риск снижения цены на нефть. Приведенный ниже график иллюстрирует долгосрочную сложившуюся зависимость Индекса РТС от цен на нефть. В 2006–2008 годах, когда рост рынка был обусловлен в основном внутренним экономическим развитием, цены российских активов росли быстрее, чем котировки нефти, несмотря на то что рынок тогда был гораздо более, чем сейчас, убежден в том, что именно нефтяные богатства России способствовали появлению прочих факторов роста российской экономики. Все изменилось в середине 2008 года, когда произошел резкий обвал нефтяных цен и прежняя взаимосвязь между нефтяными котировками и страновыми рисками России восстановилась.

Сегодня ситуация обратная: котировки акций показывают, что рынок ожидает падения цен на нефть. Ранее опережающего падения фондового рынка в ожидании снижения цен на нефть

не наблюдалось. Можно предположить, что либо коррекция фондового рынка обоснованна, а цены на нефть слишком высоки, либо рынок просто переоценивает угрозу. Если верно первое предположение, то текущие рыночные оценки вполне отражают потенциальное падение нефтяных цен, если второе, то есть все основания ожидать восстановления стоимости активов в 2П12 (более подробно об этом см. в разделе “Прогноз цен на нефть”).

Долгосрочная корреляция Индекса РТС и цены Brent



Источник: Bloomberg

Что касается отдельных секторов, то без учета компаний – экспортеров сырья наиболее безопасными моделями развития обладают следующие отрасли:

Рост прибыли в недобывающих отраслях

	2012о, г/г
Электроэнергетика	29,6%
Потребительский сектор	27,3%
Банки	21,0%
Операторы проводной связи	18,9%
Операторы сотовой связи	12,5%

Источник: Тройка Диалог

Экспортеры сырья меньше других защищены от вероятного снижения прогнозных показателей прибыли при замедлении роста мировой экономики в 1П12.

Рыночная оценка и прогнозы

	МСap \$ млн.	ADT \$ млн.	2011о					2012о		
			P/E	Рост EPS	EV/EBITDA	P/BV	Чист. долг/EBITDA	P/E	Рост EPS	EV/EBITDA
Нефть	229 140	788	4,4	34,0%	2,9	0,9	-5%	5,1	-14,3%	3,0
Газ	167 023	1 275	3,6	41,4%	3,1	0,7	46%	3,9	-8,8%	3,1
Сталь	44 563	182	5,9	66,1%	4,1	1,0	149%	4,8	27,4%	3,4
Цветные металлы	43 104	267	6,8	9,7%	3,8	1,2	97%	8,9	-21,4%	4,6
Банки	88 102	2 233	6,1	59,0%	-	1,1	-	5,0	21,0%	-
Сотовая связь	30 626	87	8,7	8,3%	3,9	2,0	90%	7,8	12,5%	3,4
Удобрения	26 971	121	8,2	143,3%	6,3	4,1	92%	6,0	35,6%	4,3
Драгоценные металлы	26 187	59	10,8	99,2%	7,2	1,6	1%	8,5	27,4%	5,5
Электроэнергетика	68 011	123	10,0	18,2%	4,4	0,5	85%	7,3	29,6%	3,8
Потребительский сектор	35 834	103	14,5	8,7%	7,8	2,3	124%	11,1	27,3%	6,3
Проводная связь	35 918	94	9,1	60,5%	3,7	1,4	76%	7,6	18,9%	3,2
Уголь	10 874	65	6,3	45,3%	5,2	1,1	247%	5,6	3,2%	4,8
Прочие	81 044	131	6,3	38,8%	4,1	1,0	126%	5,5	8,7%	3,6
Россия	887 398	5 529	5,4	38,3%	3,6	0,9	59%	5,4	-1,0%	3,4
Россия – внутренний рынок	332 312	2 772	7,8	37,8%	4,3	1,0	103%	6,4	18,5%	3,8
Россия – экспортеры	555 086	2 757	4,5	38,5%	3,3	0,9	41%	4,9	-7,6%	3,3
Развивающиеся рынки	7 550 738	23 214	8,7	18,3%	5,6	1,4	103%	7,8	10,6%	5,1
Развитые рынки	19 811 217	129 361	11,1	10,9%	6,2	1,3	107%	9,9	9,5%	5,7

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Ниже перечислены акции с самым низким коэффициентом “цена / прибыль 2012о” из всех освещаемых нами компаний и отдельно из числа компаний недобывающих отраслей. Данный показатель стал одним из критериев включения тех или иных бумаг в рекомендованные нами портфели лучших акций.

Акции с самым низким коэффициентом "цена / прибыль" (все отрасли)

	Код	Цена \$	МСар, \$ млн.	P/E		EPS CAGR 11о-13о
				11о	12о	
Alliance Oil Company	AOIL SS	12,02	2 062	3,5	2,5	20%
Холдинг МРСК	MRKH RX	0,09	4 087	4,5	2,7	63%
Банк "Санкт-Петербург"	BSPB RX	2,61	950	3,3	2,9	-
Evgaz Plc	EVRZ LI	15,00	6 568	3,4	3,2	-4%
Группа "Черкизово"	CHE LI	14,44	951	3,2	3,3	7%
Группа ЛСР	LSRG LI	3,85	1 983	5,2	3,5	36%
ГК "Эталон"	ETLN LI	4,55	1 342	6,0	3,5	52%
МОЭСК	MSRS RX	0,05	2 353	4,9	3,6	27%
Газпром	GAZP RX	5,45	124 302	3,1	3,6	-
Банк "Возрождение"	VZRZ RX	22,21	539	4,3	3,6	-
Сургутнефтегаз	SNGSP RX	0,51	34 944	3,3	3,7	-
Мечел	MTL US	9,64	4 343	4,5	3,8	-1%
ТМК	TMKS LI	10,70	2 317	4,7	3,9	15%
ОГК-3	OGKC RX	0,03	1 294	7,2	4,1	49%
AFI Development	AFID LI	0,48	516	4,7	4,1	22%
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	53,19	45 238	3,7	4,2	-
Аэрофлот	AFLT RU	1,75	1 778	4,8	4,2	4%
Татнефть	TATN RX	4,77	10 166	4,7	4,5	0%
ВТБ	VTBR LI	4,09	21 381	5,4	4,6	-
Северсталь	SVST LI	12,84	12 939	5,1	4,7	2%
Энел ОГК-5	OGKE RX	0,06	2 061	6,0	4,7	20%
ОГК-1	OGKA RX	0,03	1 687	6,6	4,8	26%
Сбербанк	SBER RX	2,45	54 783	4,9	4,8	-
НЛМК	NLMK LI	20,50	12 286	5,1	4,8	3%

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Акции с самым низким коэффициентом "цена / прибыль" (недобывающие отрасли)

	Код	Цена \$	МСар, \$ млн.	P/E		EPS CAGR 11о-13о
				11о	12о	
Интер PAO ЕЭС	IRAO RX	0,00106	3 061	50,4	46,0	-
Mail.ru Group	MAIL LI	28,70	5 643	30,2	23,7	28,0%
Магнит	MGNT LI	20,69	9 191	19,6	14,5	37,6%
Яндекс	YNDX US	20,06	6 479	19,0	14,2	26,5%
Новый Ростелеком	RTKM RX	4,98	15 436	14,2	13,6	6,1%
НОВАТЭК	NVTK LI	140,70	42 721	17,1	13,1	24,9%
Акрон	AKRN LI	4,70	1 976	7,0	11,5	-38,8%
Группа "ДИКСИ"	DIXY RX	9,48	1 182	17,6	10,4	56,3%
Норильский Никель	MNOD LI	16,40	28 250	9,4	9,6	-2,2%
X5 Retail Group	FIVE LI	22,70	6 165	13,3	9,4	41,4%
Трансконтейнер	TRCN LI	8,75	1 216	11,1	9,1	25,5%
Polys Gold International	PLGL LI	3,01	8 337	9,6	8,6	19,7%
М.Видео	MVID RX	6,68	1 202	11,2	8,5	22,2%
МТС	MBT US	15,18	15 096	10,0	8,5	11,3%
IRC	1029 HK	0,16	535	89,7	8,5	387,6%
ФосАгро	PHOR LI	10,90	4 070	6,1	8,4	-17,3%
Уралкалий	URKA LI	37,34	22 839	8,6	8,3	3,1%
ОК РУСАЛ	486 HK	0,74	11 309	10,2	7,7	14,2%
Глобалтранс	GLTR LI	14,04	2 200	8,2	7,7	8,2%
Global Ports	GLPR LI	15,00	2 350	10,3	7,6	25,2%
Eurasia Drilling Company	EDCL LI	24,00	3 525	10,1	7,5	27,2%
ФСК ЕЭС	FEES RX	0,01	13 027	9,6	7,4	27,0%
СТС Медиа	CTCM US	9,23	1 449	7,2	7,3	1,7%
Фармстандарт	PHST LI	17,07	2 581	8,3	7,2	10,8%

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Долг и денежная позиция

Ниже перечислены акции компаний с наибольшим соотношением чистого долга и рыночной капитализации – и, как следствие, наиболее уязвимых в случае резкого снижения выручки и EBITDA.

Компании с отношением чистого долга к рыночной капитализации выше 50%, \$ млн.

	Чистый долг / ЕБИТДА 2011о	Чистый долг (конец 2011о)	Текущая МСар*	Чистый долг (конец 2011о) / МСар
Мечел	321%	8 337	4 242	197%
ЧТПЗ	237%	1 963	1 047	187%
Холдинг МРСК	228%	6 909	3 970	174%
ТМК	301%	3 571	2 306	155%
AFI Development	677%	702	500	140%
НМЛТ	422%	2 529	1 948	130%
АФК "Система"	106%	9 050	7 460	121%
ГК ПИК	494%	1 342	1 287	104%
Группа "Черкизово"	385%	971	951	102%
Evgaz Plc	191%	6 552	6 498	101%
ОК РУСАЛ	456%	11 360	11 507	99%
Новосибирскэнерго	208%	437	443	99%
ТГК-1	215%	1 105	1 230	90%
ОГК-6	469%	687	785	88%
ММК	187%	3 520	4 267	83%
МРСК Сибири	213%	324	407	79%
МРСК Центра	171%	749	1 003	75%
Alliance Oil Company	217%	1 418	2 139	66%
ОГК-2	194%	924	1 508	61%
Транснефть	64%	6 106	10 493	58%
Группа ЛСР	279%	1 066	1 932	55%
X5 Retail Group	317%	3 367	6 110	55%
МРСК Урала	194%	301	553	54%
Группа "ДИКСИ"	296%	625	1 157	54%

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Ниже перечислены компании с наибольшим чистым объемом денежных средств на балансе и, следовательно, наиболее подготовленные к возможному резкому снижению выручки и EBITDA.

Компании с наилучшим отношением чистой денежной позиции к рыночной капитализации, \$ млн.

	Чистый долг / EBITDA 2011о	Чистая денежная позиция (конец 2011о)	Текущая МСар*	Чистая денежная позиция (конец 2011о) / МСар
ОГК-3	-656%	-1 022	1 271,7	-80%
Сургутнефтегаз	-239%	-24 073	34 488,5	-70%
РД "КазМунайГаз"	-218%	-3 368	6 657,6	-51%
Силовые машины	-196%	-712	1 655,4	-43%
ОГК-1	-106%	-387	1 637,2	-24%
Highland Gold Mining	-107%	-193	867,8	-22%
Мосэнерго	-56%	-471	2 424,5	-19%
Мостотрест	-79%	-246	1 563,5	-16%
СТС Медиа	-77%	-216	1 461,4	-15%
Э.ОН Россия	-84%	-660	4 567,2	-14%
М.Видео	-85%	-160	1 173,3	-14%
Яндекс	-229%	-747	6 369,4	-12%
Русгидро	-59%	-1 240	11 353,3	-11%

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Прибыль

Компании, выплачивающие дивиденды, – одна из наиболее привлекательных инвестиционных возможностей в условиях ожидаемого ослабления мировых рынков в 1П12. В таблице ниже перечислены акции с наибольшей ожидаемой дивидендной доходностью, которая была рассчитана с учетом наших базовых прогнозов по дивидендным выплатам за 2011 год. Большинство из них – привилегированные акции с по возможности небольшим коэффициентом дивидендных выплат.

И вновь наиболее уязвимыми перед возможным сокращением прибыли предстают акции добывающих компаний, таких как Мечел. Лучшими и наиболее безопасными в этой категории выглядят привилегированные акции Башнефти, Сургутнефтегаза и ТНК-ВР Холдинга.

Наибольшая дивидендная доходность за 2011 год

	Код	Цена	Дивиденды на акцию	Доходность
Мечел прив.	MTL/P US	3,96	0,80	20,2%
Банк "С.-Петербург" прив.	BSPBP RX	3,28	0,41	12,6%
Башнефть прив.	BANEP RU	41,25	4,23	10,2%
Сургутнефтегаз прив.	SNGSP RX	0,51	0,051	10,0%
ТНК-ВР Холдинг прив.	TNBPP RU	2,33	0,230	9,9%
Новый Ростелеком прив.	RTKMP RX	3,15	0,310	9,8%
Башнефть обыкн.	BANE RU	48,00	4,23	8,8%
ТНК-ВР Холдинг обыкн.	TNBP RU	2,64	0,230	8,7%
Татнефть прив.	TATNP3 RX	3,12	0,244	7,8%
Распадская	RASP RX	3,00	0,200	6,7%
МТС	MBT US	15,18	0,99	6,5%
РД "КазМунайГаз"	KMG LI	15,60	0,97	6,2%
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	53,19	3,22	6,1%
Татнефть обыкн.	TATN3 RX	4,77	0,244	5,1%

Источник: Тройка Диалог

Долгосрочная оценка

Основной метод, используемый нами для долгосрочной оценки компаний, – анализ методом дисконтированных потоков денежных средств. Ниже перечислены акции – отдельно для всех секторов и только для недобывающих отраслей – с наивысшим долгосрочным потенциалом роста, рассчитанным для каждой бумаги по методу ДПДС.

Акции с наибольшим потенциалом роста до целевой цены (все сектора)

	Код	МСар, \$ млн.	Цена, \$	Целевая цена, \$	Потенциал
Evraz Plc	EVZ LI	6 568	15,00	42,00	180,0%
Холдинг МРСК	MRKH RX	4 087	0,093	0,241	160,9%
ММК	MMK LI	4 292	5,07	13,00	156,4%
АФК "Система"	SSA LI	7 697	16,59	39,29	136,8%
НЛМК	NLMK LI	12 286	20,50	42,70	108,3%
Сбербанк	SBER RX	54 783	2,45	4,74	93,6%
Яндекс	YNDX US	6 479	20,06	38,50	91,9%
X5 Retail Group	FIVE LI	6 165	22,70	42,40	86,8%
Северсталь	SVST LI	12 939	12,84	23,70	84,6%
ВТБ	VTBR LI	21 381	4,09	7,44	82,0%

Примечание. Целевые цены рассчитаны методом ДПДС.

Источник: Тройка Диалог

Акции с наибольшим потенциалом роста до целевой цены (недобывающие отрасли)

	Код	МСар, \$ млн.	Цена, \$	Целевая цена, \$	Потенциал
Холдинг МРСК	MRKH RX	4 087	0,093	0,241	160,9%
АФК "Система"	SSA LI	7 697	16,59	39,29	136,8%
Сбербанк	SBER RX	54 783	2,45	4,74	93,6%
Яндекс	YNDX US	6 479	20,06	38,50	91,9%
X5 Retail Group	FIVE LI	6 165	22,70	42,40	86,8%
Э.ОН Россия	EONR RX	4 608	0,073	0,126	72,4%
Магнит	MGNT LI	9 191	20,69	31,00	49,8%
ФСК ЕЭС	FEES RX	13 027	0,0103	0,0150	46,6%
МТС	MBT US	15 096	15,18	18,90	24,5%
Mail.ru Group	MAIL LI	5 643	28,70	32,40	12,9%

Примечание. Целевые цены рассчитаны методом ДПДС.

Источник: Тройка Диалог

Потенциал роста до целевой цены

	Код	МСар, \$ млн.	Цена, \$	Целевая цена, \$	Потенциал
Потенциал роста более 100%					
AFI Development	AFID LI	516	0,48	1,62	237%
Группа ЛСР	LSRG LI	1 983	3,85	11,74	205%
Sollers	SVAV RX	361	10,79	31,85	195%
ТМК	TMKS LI	2 317	10,70	30,50	185%
Evrz Plc	EVZL LI	6 568	15,00	42,00	180%
Холдинг МРСК	MRKH RX	4 087	0,093	0,241	161%
РБК	RBCM RX	166	0,52	1,35	158%
ММК	MMK LI	4 292	5,07	13,00	156%
Банк "Санкт-Петербург"	BSPB RX	950	2,61	6,52	150%
СТС Медиа	CTCM US	1 449	9,23	22,80	147%
АФК "Система"	SSA LI	7 697	16,59	39,29	137%
FESCO	FESH RX	726	0,284	0,650	129%
ТГК-1	TGKA RX	1 249	0,00032	0,00070	116%
Alliance Oil Company	AOIL SS	2 062	12,02	25,24	110%
НЛМК	NLMK LI	12 286	20,50	42,70	108%
Силловые машины	SILM RX	1 602	0,184	0,380	107%
Банк "Возрождение"	VZRZ RX	539	22,21	45,72	106%
Потенциал роста 70–100%					
ГК "Эталон"	ETLN LI	1 342	4,55	9,04	99%
КТК	KBTK RX	495	4,99	9,90	98%
Седьмой Континент	SCON RX	347	4,62	9,00	95%
Сбербанк	SBER RX	54 783	2,45	4,74	94%
Яндекс	YNDX US	6 479	20,06	38,50	92%
Аэрофлот	AFLT RX	1 778	1,60	3,00	87%
X5 Retail Group	FIVE LI	6 165	22,70	42,40	87%
Моснего	MSNG RX	2 445	0,062	0,114	85%
Северсталь	SVST LI	12 939	12,84	23,70	85%
IBS Group	IBSG GR	493	21,41	39,00	82%
ВТБ	VTBR LI	21 381	4,09	7,44	82%
Группа "Разгуляй"	GRAZ RX	141	0,89	1,60	79%
Группа ГАЗ	GAZA RU	503	31,00	54,93	77%
РусГидро	HYDR RX	11 654	0,036	0,064	76%
PRISCO	PRIM RX	92	0,116	0,200	72%
Э.ОН Россия	ЕONR RX	4 608	0,073	0,126	72%
Энел ОГК-5	OGKE RX	2 061	0,058	0,100	72%
Фармстандарт	PHST LI	2 581	17,07	29,00	70%
Потенциал роста 50–70%					
ГК ПИК	PIK LI	1 326	2,69	4,56	69%
Группа "ДИКСИ"	DIXY RX	1 182	9,48	16,00	69%
ЧЦЗ	CHZN LI	135	2,50	4,20	68%
Петропавловск	POG LN	1 867	9,94	16,68	68%
Eurasia Drilling Company	EDCL LI	3 525	24,00	39,00	63%
ОГК-2	OGKB RX	1 522	0,0279	0,0440	58%
ОГК-1	OGKA RX	1 687	0,0258	0,0401	56%
IRC	1029 HK	535	0,159	0,248	56%
Глобалтранс	GLTR LI	2 200	14,04	21,84	56%
ЮТэйр	UTAR RX	283	0,49	0,76	55%
Синергия	SYNG RX	521	20,29	31,30	54%
ОГК-3	OGKC RX	1 294	0,0284	0,0433	52%
Интер РАО ЕЭС	IRAQ RX	3 061	0,00106	0,00160	52%
Роснефть	ROSN RX	69 979	6,60	10,00	51%
Транснефть	TRNFP RX	10 575	1 489	2 250	51%
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	45 238	53,19	80,00	50%
Полиметалл	PMTL LI	5 985	16,40	24,58	50%
Магнит	MGNT LI	9 191	20,69	31,00	50%
М.Видео	MVID RX	1 202	6,68	10,00	50%

Примечание. Целевые цены рассчитаны методом ДПДС.

Источник: Тройка Диалог

Потенциал роста до целевой цены (продолжение)

	Код	МСар, \$ млн.	Цена, \$	Целевая цена, \$	Потенциал
Потенциал роста 20–50%					
MirLand Development	MLD LN	349	3,37	5,01	49%
Газпром	GAZP RX	124 302	5,45	8,00	47%
ОК РYСАЛ	486 HK	11 309	0,74	1,09	47%
ФСК ЕЭС	FEES RX	13 027	0,0103	0,0150	47%
Группа "Черкизово"	CHE LI	951	14,44	21,00	45%
Global Ports	GLPR LI	2 350	15,00	21,75	45%
Highland Gold Mining	HGM LN	898	2,76	4,00	45%
НМТП	NCSP LI	2 047	7,97	11,35	42%
Башнефть	BANE RU	9 596	48,00	68,00	42%
Татнефть	TATN RX	10 166	4,77	6,75	42%
ENRC	ENRC LN	12 156	9,44	13,09	39%
ФосАгро	PHOR LI	4 070	10,90	15,05	38%
ТрансКонтейнер	TRCN LI	1 216	8,75	12,07	38%
Акрон	AKRN LI	1 976	4,70	6,42	37%
ТНК-ВР Холдинг	TNBP RU	40 636	2,64	3,60	36%
Polyus Gold International	PLGL LI	8 337	3,01	4,02	34%
Мечел	MTL US	4 343	9,64	12,67	31%
Уралкалий	URKA LI	22 839	37,34	47,15	26%
МТС	MBT US	15 096	15,18	18,90	25%
Газпром нефть	SIBN RX	20 390	4,30	5,25	22%
Потенциал роста менее 20%					
Сургутнефтегаз	SNGSP RX	34 944	0,51	0,61	19%
НОВАТЭК	NVTK LI	42 721	140,70	160,00	14%
Калина	KLNA RX	751	116,72	132,20	13%
Mail.ru Group	MAIL LI	5 643	28,70	32,40	13%
Норильский Никель	MNOD LI	28 250	16,40	17,61	7%
Распадская	RASP RX	2 346	3,00	3,22	7%
МГТС	MGTS RX	1 412	14,82	15,10	2%
Кузбассэнерго	KZBE RX	604	0,0086	0,0087	1%
ТГК-7	VTGK RX	2 055	0,068	0,069	1%

Источник: Тройка Диалог

Chris_Weafer@troika.ru

Россия в 2012 году: внешние факторы

Европа – результат планов. По сути, это классическая утопия, монумент тщеславию интеллектуалов, программа, обреченная на провал, – неясны лишь масштабы конечного урона.

Маргарет Тэтчер

Рассматривая возможные сценарии развития событий на 2012 год, выделим четыре основных фактора, способных существенно повлиять на восприятие инвесторами инвестиционных возможностей и рисков России и на динамику российского фондового рынка:

- дальнейшее развитие долгового кризиса в еврозоне;
- устойчивость экономик Европы и США;
- устойчивость экономики Китая;
- динамика цен на нефть.

Выборы

События на рынках будут развиваться на фоне напряженной подготовки к выборам в крупнейших экономиках мира, и результаты выборов во многом предопределят то, как рынки поведут себя в дальнейшем. Первые за год важные выборы пройдут в Китае: в марте пройдет съезд Всекитайского собрания народных представителей, на котором будут избраны новые премьер-министр и председатель КНР. Первые крупное европейское голосование пройдет в апреле во Франции: в преддверии президентских выборов действующий глава страны Николя Саркози будет пытаться всеми силами решить проблему долгового кризиса, чтобы завоевать популярность у избирателей, большинство из которых в данный момент отдает предпочтение его соперникам из Социалистической партии. Всеобщие выборы в Германии назначены на 2013 год, но в 2011 году правящая коалиция находилась под постоянным давлением из-за долгового кризиса и может в любой момент сдать позиции. В 2012 году в Германии пройдут региональные выборы, которые станут хорошей проверкой коалиции на прочность.

В марте предстоят выборы в парламент Ирана, которые, вероятно, обернутся настоящей борьбой – если не конфликтом – между сторонниками президента и действующего парламента. В зависимости от итогов голосования не исключена вероятность уличных протестов со стороны выступающей за реформы части населения, как это было несколько лет назад. Последнее важное голосование в будущем году – выборы президента США в ноябре. Очень маловероятно, что в преддверии выборов Конгресс, где сейчас преобладают республиканцы, одобрит какие-либо инициативы действующего президента – если не разгорится настоящий финансовый кризис.

Выборы в 2012 году

4 марта	Выборы президента России (первый тур)
Март (возможно)	Выборы председателя КНР
29 марта	Парламентские выборы в Иране
22 апреля	Выборы президента Франции (перый тур; второй тур – через две недели)
3 или 10 мая	Инаугурация президента России
6 ноября	Выборы президента США

Источник: Тройка Диалог

Долговой кризис в еврозоне

С приближением нового года наибольшее беспокойство у инвесторов вызывает дальнейшее развитие долгового кризиса в еврозоне. Если не принять срочных и решительных мер для борьбы с европейской долговой проблемой, прямым следствием ее, вероятно, станет рецессия в США и кризис крупнейших банков по обе стороны Атлантики. В этом случае не исключено и резкое замедление роста китайской экономики, что ударит по ценам на нефть и другие сырьевые товары и, в свою очередь, неизбежно испортит погоду на российском рынке.

Долговой кризис в ЕС довольно быстро перешел в политическую плоскость. Жесткую позицию заняла Германия, настаивающая на ужесточении централизованного контроля над кредитно-денежной и бюджетной политикой стран еврозоны в случае увеличения региональных фондов экономической поддержки. Призывы к тому, чтобы страны ЕС, не входящие в еврозону, тоже приняли участие в спасении европейской экономики, также выглядят весьма сомнительно с политической точки зрения. Таким образом, между Германией, Францией и, вероятно, Великобританией наметилось достаточно крупное политическое противостояние. Если стороны так и не смогут договориться, то сформировать четкую структуру плана спасения не удастся, а кризис продолжит углубляться – пока не возобладает здравый смысл или пока вся Европа не дойдет до края пропасти, где уже не будет другого выбора, кроме как сесть за стол переговоров.

Мы видим три способа сдержать дальнейшее развитие кризиса:

- размещение единых облигаций ЕС или еврооблигаций ЕЦБ;
- оказание ЕЦБ помощи суверенным заемщикам и региональным банкам в объеме нескольких триллионов евро;
- заключение нового соглашения о расширении полномочий ЕЦБ по надзору и контролю за исполнением бюджета стран – членов ЕС.

Столь существенные изменения в политической системе региона, вероятно, будут приниматься на всенародных референдумах в каждой отдельной стране, и быстрого решения проблемы не предвидится. Следовательно, угроза дефолта по суверенному долгу и облигациям банковского сектора продолжит отрицательно влиять на настрой глобальных рынков на протяжении всего первого и большей части второго квартала 2012 года.

Основных рисков два. Во-первых, Греция может проголосовать за выход из еврозоны, что вызовет проблемы с ликвидностью евро и создаст угрозу выхода из еврозоны и других стран (например, Португалии). В этом случае потребуются срочный пересмотр условий контрактов и торговых сделок, что парализует деловую активность в регионе. Во-вторых, ввиду ситуации на долговом рынке у политиков просто нет времени на то, чтобы согласовывать новые условия. Доходность суверенных обязательств всех европейских стран растет, и дополнительная нагрузка в виде роста стоимости фондирования может привести к полноценному кризису в Европе (и рецессии во всем западном мире) уже в начале будущего года.

Суверенный долг европейских стран в конце 2010 года

	Млрд. евро	% от ВВП
Бельгия	341	96%
Дания	102	44%
Германия	2 062	83%
Ирландия	148	95%
Греция	329	145%
Испания	642	61%
Франция	1 591	82%
Италия	1 843	118%
Нидерланды	370	63%
Португалия	161	93%
Финляндия	87	48%
Швеция	146	40%
Великобритания	1 353	80%
Норвегия	141	44%
Всего	9 316	82%

Источник: Eurostat

Рост мировой экономики

Основные факторы, вызывающие у нас опасения относительно устойчивости мировой экономики в 2012 году, – неспособность Конгресса США договориться о сокращении расходов бюджета на \$1,2 трлн. и кризис в еврозоне.

Ввиду стремительного ухудшения ситуации с европейским долгом, оценки роста мировой экономики, опубликованные в осеннем обзоре МВФ, выглядят чересчур оптимистичными, и не исключено, что в перспективе прогнозы по некоторым регионам будут снижены.

Прогнозы роста мирового ВВП по версии МВФ

	2010	2011о	2012о
Развитые страны	3,1%	1,6%	1,9%
США	3,0%	1,5%	1,8%
Еврозона	1,8%	1,6%	1,1%
Великобритания	1,4%	1,1%	1,6%
Япония	4,0%	-0,5%	2,3%
Всего	7,3%	6,4%	6,1%
Развивающиеся страны Азии	9,5%	8,2%	8,0%
Китай	10,3%	9,5%	9,0%
Индия	10,1%	7,8%	7,5%
Пять ведущих стран АСЕАН	6,9%	5,3%	5,6%
Латинская Америка	6,1%	4,5%	4,0%
Бразилия	7,5%	3,8%	3,6%
Центральная и Восточная Европа	4,5%	4,3%	2,7%
Россия	4,0%	4,3%	4,1%
СНГ без России	6,0%		
ЕМЕА	4,4%	4,0%	3,6%
Страны Африки к югу от Сахары	5,4%	5,2%	5,8%
Весь мир*	5,1%	3,8%	3,9%

* На основе рыночных обменных курсов.

Источник: МВФ

В России потенциальное ухудшение мировой ситуации повлияет на рыночные настроения и нанесет немалый урон. Рецессия в еврозоне скажется более на настроениях, т. к. Россия поставляет в Европу в основном нефть и газ, а спрос на них менее подвержен рыночным колебаниям, чем, скажем, спрос на промышленные производственные товары. Ослабление евро было бы неблагоприятно для экономических показателей России, которая импортирует из Европы значительный объем потребительских и промышленных товаров. В то же время кризис в Европе способствовал бы замедлению инфляции в России.

Гораздо сильнее на российской экономике скажется замедление экономического роста в США и “жесткая посадка” в Китае (равно как и вообще в Азии): данные события не только ударят по рыночному настрою, но и вызовут падение цен на нефть и другие сырьевые товары.

Впрочем, давать прогнозы того, что произойдет в Европе, США и Китае, еще рано: в этом уравнении пока очень много неизвестных. С уверенностью можно утверждать лишь то, что будут понижены прогнозы роста. Для России важно, в отношении какого региона это будет сделано.

Рецессия в еврозоне или новое усиление долгового кризиса (или и то и другое) неизбежно скажется на курсе евро к доллару: в этом случае евро ослабеет.

Укрепление доллара традиционно считается благоприятным для активов на развивающихся рынках, поскольку отражает уверенность в стабильности американской экономики, а сам доллар в этом случае воспринимается как более надежная валюта, чем евро.

Влияние курса доллара на рискованные активы



Источник: Bloomberg

Цена нефти

При анализе сил, определяющих отношение инвесторов к России и непосредственно влияющих на российскую экономику, в конечном итоге все сводится к цене нефти. В 2011 году котировки Brent были весьма стабильными в сравнении с намного худшей динамикой других промышленных сырьевых товаров. Поддержку оказал дефицит предложения, когда, в частности, прекратились поставки ливийской нефти. Затем выбывшие объемы компенсировала Саудовская Аравия. В нынешних условиях возможного сокращения спроса и возобновления экспорта Ливией дальнейшее движение цен будет во многом зависеть от решений ОПЕК и в особенности действий Саудовской Аравии.

В своих прогнозах мы исходим из того, что в 2012 году баррель Юралз будет стоить в среднем \$100, а в 2013 – \$95.

“Жесткая посадка” китайской экономики может в 2012 году лишить цену на нефть поддержки, однако ее, по-видимому, обеспечат другие факторы. Высока вероятность того, что цена на нефть окажется под давлением после 2013 года, когда на фоне активизации добычи сланцевого газа и поставок из Канады США уменьшат импорт нефти и газа из других стран. Кроме того, увеличение предложения произойдет за счет шельфовых проектов Бразилии и Кашаганского месторождения на севере Каспия.

Дисконт WTI к Brent

В 2011 году стоимость фьючерсных контрактов на WTI была очень волатильной и в целом низкой. Однако для России важнее цена Brent, к которой привязана цена Юралз. В начале октября этого года разница цен на WTI и Brent, которая обычно была стабильной, достигла рекордно высокого уровня – более \$26 за баррель, из-за дефицита мощностей в хранилищах Кашинга, куда стекается нефть из средней полосы США, из Канады, а также легкая нефть из Мексиканского залива, которая перерабатывается на НПЗ Среднего Запада. Недавно опе-

ратор нефтепровода, по которому поставляется нефть в Кашинг, заявил об изменении направления движения нефти в обратную сторону, и дисконт WTI к Brent резко сократился – примерно до \$10 за баррель.

Однако этого недостаточно для решения проблемы и восстановления бывшего соотношения цен: нужно построить крупные трубопроводы, такие как Keystone XL из Канады. Вопрос точно будет решен, но он, по-видимому, станет “козырной картой” предстоящих президентских выборов в США, а они состоятся только в ноябре 2012 года.

Что будет определять цену нефти в 2012 году?

Рассмотрим следующие факторы: предложение, спрос, курс доллара и ситуацию на Ближнем Востоке.

Предложение

Сейчас на нефтяном рынке сохраняется очень хрупкий баланс: предложения едва хватает, чтобы удовлетворить имеющийся спрос, и так, вероятно, будет и в 2012 году. По прогнозам МЭА, в следующем году спрос в среднем увеличится на 1,3 млн. барр. / сут относительно уровня 2011 года. Покрывать его будут либо с помощью дополнительных поставок ОПЕК, либо из складских запасов. Быстро возобновляются поставки нефти из Ливии, способной добывать 1,6 млн. барр. / сут. По оценкам, в среднесрочной перспективе Ливия может начать ежедневно поставлять на рынок около 800 тыс. барр., а возвращение к максимальному объему добычи будет зависеть от формирования нового правительства и возможного пересмотра действующих контрактов. В 2011 году выпавшие поставки из Ливии компенсировала Саудовская Аравия, и ответ на вопрос, вызовет ли возвращение ливийской нефти на рынок избыток предложения, зависит от дальнейших действий Эр-Рияда.

Есть и риск сокращения поставок из Мексики и Ирана. Многолетние санкции против Ирана явно начинают влиять на состояние его нефтяной отрасли. Однако в среднесрочной перспективе объем поставок будет определять в основном Саудовская Аравия.

Поставки из стран, не входящих в ОПЕК, будут увеличиваться. По завершении строительства трубопровода Keystone XL, который должен связать канадские нефтеносные пески с побережьем Мексиканского залива, вырастет экспорт из Канады. Также ожидается, что в конце 2012 или в 2013 году Кашаганское месторождение, расположенное в казахстанском секторе каспийского шельфа, начнет приносить 400–500 тыс. барр. / сут, а после пуска второй очереди проекта (к середине текущего десятилетия) – более 1,0 млн. барр. / сут. Еще одним крупным источником нефти должны стать глубоководные месторождения бразильского шельфа. Из-за технических трудностей и связанной с ними неопределенности стоимость точные сроки реализации этих проектов неизвестны. Однако как только эти месторождения начнут давать нефть, Бразилия войдет в число ведущих мировых нефтяных держав.

МЭА: прогноз поставок нефти, млн. барр. / сут

	2009	2010	2011о	2012о
Страны, входящие в ОЭСР	18,8	18,9	18,9	19,2
Страны, не входящие в ОЭСР	29,1	29,8	29,8	30,4
Экономия и пр.	3,6	3,9	4,1	4,3
Всего страны, не входящие в ОПЕК	51,5	52,6	52,7	53,8
ОПЕК*	34,1	34,7	35,9	36,7**
Использование складских запасов	–	1	0,7	–
Всего	85,6	88,3	89,2	90,5

* Включая жидкие углеводороды.

** Поставки ОПЕК и / или использование складских запасов.

Источник: МЭА

Спрос

Спрос как компонент энергобаланса прогнозировать сложно ввиду неопределенности, царящей в Европе и США, и неясности относительно того, как возможный кризис скажется на экономике Китая.

Цена Brent, индекс MSCI EM и мировой ВВП (январь 2005 года = 100%)



Источник: Bloomberg, МВФ

Недавно МЭА понизило прогноз спроса на нефть по итогам 2011 года на 400 тыс. барр. / сут, а на 2012 год – на 500 тыс. барр. / сут. Согласно новым оценкам, средний спрос на нефть в 2012 году составит не 91 млн. барр., как ожидалось ранее, а 90,5 млн. барр. Прогноз спроса по-прежнему сильно зависит от продолжения экономического роста в Китае, других азиатских странах (кроме Японии), ситуации на Ближнем Востоке и в ряде латиноамериканских стран. Прогнозы МЭА отражают вероятность начала мягкой рецессии в Европе, отсутствие роста спроса со стороны США и небольшое понижение предыдущих оценок по Китаю.

Дальнейшее сокращение спроса на нефть в Китае и других регионах, экономика которых, как ожидается, будет быстро расти, произойдет только в том случае, если в США начнется рецессия, а экономический спад в Европе примет более угрожающие масштабы.

МЭА: текущая динамика и прогноз мирового спроса на нефть

	2001	2010о	2012о	Изм.
США	19,79	19,06	19,06	0,00
Пять ведущих стран Европы	8,36	8,81	8,72	-0,09
Япония	5,52	4,45	4,38	-0,07
Китай	4,98	9,70	10,18	0,48
Прочие страны Азии	7,22	10,79	11,15	0,36
Латинская Америка	4,80	6,52	6,76	0,24
Ближний Восток	4,54	8,00	8,26	0,26
Африка	2,37	3,42	3,55	0,13
Страны Тихоокеанского региона	3,11	3,35	3,36	0,01
Прочие страны Европы	7,44	6,31	6,34	0,03
Канада	4,38	4,54	4,54	0,00
СНГ	3,51	4,60	4,69	0,09
Всего	76,02	89,55	90,99	1,44

Источник: МЭА

Курс доллара

Исторически между курсом доллара и ценой нефти есть обратная зависимость. Углубление проблем в еврозоне оказывает поддержку курсу доллара, который в этом случае "по умолчанию" воспринимается как защитный актив, однако уверенного подъема не стоит ждать до тех пор, пока ФРС не откажется от политики низких процентных ставок (не ранее 2013 года).

Ситуация на Ближнем Востоке

События “арабской весны” в начале 2011 года имели несколько очень значимых последствий для рынка нефти. Ситуация на Ближнем Востоке будет очень важна и в 2012 году.

- Добыча нефти в Ливии едва ли полностью восстановится до конца 2012 года.
- Саудовской Аравии пришлось существенно увеличить расходы на социальную сферу и армию. Год назад для сбалансированного бюджета стране требовалась цена Brent на уровне \$70 за баррель, а сейчас – около \$100 за баррель.
- Регион остается крайне нестабильным. В особенности это касается Египта и Сирии.
- Возросла премия за риск из-за опасности терактов на объектах нефтяной инфраструктуры.

Изменение структуры бюджета Саудовской Аравии будет влиять на рынок еще долго: вероятно, корректировка стратегии ОПЕК. Однако, по единодушному мнению, если цена на нефть в ближайшее время снизится вследствие замедления мирового экономического роста и возможного сокращения спроса, то реакция Эр-Рияда едва ли будет быстрой и не последует до тех пор, пока баррель Brent не подешевеет до \$80.

- Благодаря тому, что в 2011 и предыдущие годы цена на нефть оставалась на высоком уровне, Саудовская Аравия накопила значительные денежные запасы, которые позволят ей на протяжении этой зимы компенсировать сокращение нефтяных доходов.
- Саудовская Аравия всегда старается не допустить превышения ценой на нефть экономически обоснованного уровня, т. к. это может снизить спрос в долгосрочной перспективе и способствовать развитию альтернативных источников энергии.
- Эр-Рияд дорожит связями с США, а снижение цены нефти способствует восстановлению американской экономики.
- Снижение цен на нефть сильнее всего повредит Ирану и ряду других стран – членов ОПЕК, выступающих за ограничение добычи. Благодаря этому Саудовская Аравия и другие менее агрессивные производители нефти сумеют восстановить свое влияние в рамках картеля.

Нанесение прямого военного удара по Ирану представляется крайне маловероятным, но ощущение угрозы, скорее всего, будет нарастать вместе с воинственной риторикой. Ситуация может обостриться в конце марта, когда предстоят выборы в иранский парламент.

Chris_Weafer@troika.ru

Россия в 2012 году: внутренние факторы

Петр Столыпин понимал, что для страны одинаково опасны как разного рода радикализм, так и стояние на месте, отказ от преобразований, необходимых реформ.

Владимир Путин

На протяжении большей части прошлого года отношение инвесторов к России и рыночная стоимость активов определялись внешними факторами. Ситуация внутри страны стабильно улучшалась, и рост прибылей в целом совпал с ожиданиями (см. раздел “Обзор 2011 года: под внешним игром”). Несмотря на это, российские акции котируются со значительным дисконтом относительно аналогов с развивающихся рынков, а инвесторы по-прежнему остро оценивают страновой риск.

Отчасти это объясняется тем, что еще свежи воспоминания о событиях 2008: на фоне очень благоприятной внутренней обстановки Индекс РТС в мае 2008 года достиг максимума (2 500 пунктов), а спустя семь месяцев завершил год ниже 500 пунктов. Однако сейчас Россия в гораздо лучшей форме, чем в конце 2008 года: так, совокупный внешний долг страны меньше, он более долгосрочный, а график выплат комфортнее.

Другая причина в том, что правительство не прилагает больших усилий к реализации политических инициатив, а исполнение плана реформ идет очень медленно. Иными словами, несмотря на благоприятную макроэкономическую ситуацию, внутренних факторов для уравнивания все более негативного внешнего фона было явно недостаточно.

Скорее всего, существенных изменений не будет до тех пор, пока не завершится избирательный цикл и не будет сформировано новое правительство. Возможно, после президентских выборов в марте 2012 года мы услышим гораздо больше о политико-экономических приоритетах новой администрации, и активность возрастет.

Перечислим важные политические события 2012 года.

- Январь: учреждение Таможенного союза России, Казахстана и Белоруссии.
- 3 марта: президентские выборы (мы полагаем, что они пройдут в один тур).
- Весна: ратификация Думой условий вступления России в ВТО и официальное присоединение.
- Начало мая: инаугурация президента и формирование нового правительства.
- Октябрь: саммит АТЭС во Владивостоке.

Кроме того, в 2012 году предстоит:

- 150-летие российской государственности.
- 200-летие победы в Отечественной войне 1812 года.
- 150-летие со дня рождения Петра Столыпина (1852–1911).
- Подача заявки в ООН с требованием признать российский суверенитет над Арктикой.

Макроэкономические прогнозы

Мы полагаем, что в будущем году Россия сможет добиться 4%-го роста ВВП даже при тяжелом состоянии мировой экономики. Безусловно, если наступит рецессия в США, которая спровоцирует “жесткое приземление” экономики Китая, прогноз роста российского ВВП придется пересмотреть. Однако у прогноза большой запас прочности. По нашему мнению, даже если цена нефти опустится до \$82–84 за баррель, это очень слабо скажется на росте ВВП, хотя напрямую повлияет на способность страны исполнять бюджет и поддерживать в хорошем состоянии торговый баланс и счет текущих операций. Мы считаем, что Росстат преуменьшает текущие темпы экономического роста, и полагаем, что недавно опубликованные показатели будут в 2012 году пересмотрены в сторону повышения.

Согласно нашим прогнозам, инфляция в 2012 году останется вблизи 6,0%-й отметки, а курс рубля к доллару завершит следующий год на уровне 28,0. Эти прогнозы основаны на реалистичном предположении, что цена Юралз в 2012 году будет равна \$100 за баррель (см. раздел “Россия в 2012 году: внешние факторы”).

Россия: основные макроэкономические показатели и прогнозы

	2007	2008	2009*	2010*	2011E	2012E
Национальные счета						
Номинальный ВВП, \$ млрд.	1 299	1 660	1 219	1 478	1 800	2 000
Реальный ВВП, % изм.	8,50	5,20	-7,8 (-7,0)	4,0 (5,0)	4,80	4,00
Реальный объем пром. пр-ва*, % изм.	6,80	0,60	-9,30	8,20	5,00	4,50
Реальное потребление населения, % изм.	14,30	10,60	-4,80	3 (6)	5,50	4,50
Реальные инвестиции в основной капитал, % изм.	21,00	10,60	-14,40	6,10	6,00	5,00
Бюджет						
Баланс бюджета / ВВП, %	5,4	4,1	-5,9	-4,0	0,9	-1,4
Стабилизационный фонд**, \$ млрд.	156,8	225,1	152,1	113,8	142,0	147,0
ИПЦ						
На конец года, % изм.	11,9	13,4	8,8	8,8	6,0	6,0
В среднем за год, % изм.	9,1	14,1	11,7	6,9	7,4	6,0
ИЦП						
На конец года, % изм.	21,0	-7,0	13,9	16,7	15,0	7,0
В среднем за год, % изм.	15,7	21,7	-7,2	14,9	15,9	11,0
Денежная масса						
На конец года, % изм.	47,5	1,7	17,7	31,1	20,0	20,0
В среднем за год, % изм.	49,0	24,6	-4,5	33,8	25,6	20,0
Средняя процентная ставка						
По кредитам, %	10,0	12,2	15,3	10,8	8,5	7,5
По депозитам (вкл. вклады до востребования), %	5,5	5,7	8,6	6,0	4,5	4,0
Социальный сектор						
Безработица, %	6,5	6,2	8,4	7,5	6,8	6,8
Средняя начисленная зарплата, тыс. руб.	13,6	17,1	18,8	21,1	24,0	26,5
Норма сбережений, % располагаемых доходов						
Росстат	20,4	18,1	22,3	22,4	-	-
Тройка Диалог	5,6	2,4	9,2	8,0	8,0	8,0
Платежный баланс, \$ млрд.						
Экспорт товаров	354,0	471,6	303,4	400,1	515,0	490,0
Импорт товаров	225,3	291,9	191,8	248,7	350,0	370,0
Торговый баланс	128,7	179,7	111,6	151,4	165,0	120,0
Счет текущих операций	76,6	102,3	48,6	71,1	95,0	50,0
Прямые иностранные инвестиции	55,1	75,5	38,7	35,0	45,0	50,0
Международные резервы (кроме золота)	465,0	412,5	416,7	443,6	500,0	510,0
Внешний долг						
Внешний гос. долг на конец периода, \$ млрд.***	46,4	32,7	44,3	46,6	46,8	50,0
Внешний частный долг на конец периода, \$ млрд.	419,0	452,0	425,4	442,1	480,0	520,0
Общий внешний долг / ВВП, %	32,2	30,5	39,2	32,4	28,2	27,4
Курс "рубль / доллар"						
Средний	25,6	24,9	31,8	30,4	29,5	29,5
На конец периода****	24,6	28,2	30,0	30,9	31,0	28,0
Курс "рубль / евро"						
Средний	35,0	36,4	44,2	40,3	42,2	41,3
На конец периода****	35,8	38,0	43,8	40,8	45,0	39,2
Цена Юралз, \$ / барр.						
	69,0	94,7	61,4	78,2	110,0	100,0

* Официальные оценки ВВП за 2009–2010 года очень противоречивы; мы полагаем, что они будут пересмотрены, и в скобках приводим свои оценки.

** Стабилизационный фонд был реструктурирован в 2008 году; мы приводим оценки совокупного баланса двух новых фондов.

*** Данные ЦБ РФ, включающие заимствования денежных властей.

**** Средний в декабре.

Источник: Росстат, Тройка Диалог

Вступление в ВТО

К концу года Россия наконец ликвидировала все факторы, препятствовавшие вхождению в ВТО. Судя по всему, подписание официального соглашения – простая формальность. Завершающим этапом станет одобрение Госдумой условий вступления, и примерно весной Россия станет членом мировой торговой организации.

Членство в ВТО не окажет немедленного воздействия ни на темпы экономического роста, ни на повседневную работу российских компаний, ни на премию, за страновой риск, но оно придаст мощный импульс экономическим реформам и повышению производственной эффективности. По оценкам Всемирного банка, как только данные перемены начнут приносить

благодарные плоды, они смогут добавить к росту экономики 1–3% в год, а постепенное снижение премии за риск приведет к существенному сокращению дисконта, с которым акции российских компаний оценены в сравнении с мировыми аналогами.

Кроме того, членство в ВТО поможет улучшить законодательную базу, регулирующую деятельность зарубежных инвесторов, и даст российской промышленности долгосрочный стимул для повышения эффективности в условиях возросшей конкуренции со стороны иностранцев. В этом смысле присоединение к ВТО станет важным шагом на пути к исполнению надежд на то, что приоритетом нового правительства станет улучшение экономической ситуации и, что важнее, – восприятия странового риска. Это поможет привлечь в Россию больше иностранных промышленных и сервисных компаний.

Таким образом, вступление в ВТО задаст новому правительству темп и послужит точкой отсчета для проведения реформ, направленных на повышение эффективности и диверсификации экономики – подобно тому, как Чемпионат мира по футболу 2018 года определяет срок, за который Россия должна привести в порядок ключевую инфраструктуру. Конечно, сроки можно сорвать, а внешние катализаторы – проигнорировать. Инвесторы оценят это только через несколько лет. Но тот факт, что в 2011 году, после 17 лет безразличия, правительство всерьез взялось за вопрос о вхождении в ВТО, подтверждает завершение продолжительного периода внутренней подготовки – настало время для открытости и инвестиций.

В конечном итоге последствия вступления в ВТО будут положительными, особенно потому, что правительство намерено использовать условия присоединения и вытекающие из него обязательства для активизации реформ – иначе оно не прилагало бы столько усилий для вступления в организацию до очередных президентских выборов. Не всем отраслям промышленности на руку членство в ВТО, но со временем его ощутят на себе все: некоторые выиграют от снижения ряда экспортных барьеров, другим придется повысить эффективность из-за ликвидации отдельных ограничений на импорт.

На начальном этапе вступление России в ВТО будет благоприятно в первую очередь для европейских компаний. Евросоюз – основной торговый партнер России, а деловые связи между Европой и Россией давнее и прочнее, чем с иными регионами. Поправка Джексона-Вэника по-прежнему будет ограничивать возможности американских компаний. Однако поскольку ее положения противоречат условиям вступления в ВТО, Россия должна быть исключена из списка стран, на которые распространяется действие поправки, сразу после присоединения к торговой организации. Что бы ни говорили американские конгрессмены, поправка Джексона-Вэника идет вразрез с условиями членства России в ВТО.

Каковы приоритеты нового правительства?

Средняя цена Юралз, при которой бюджет России бездефицитен, – \$110 за баррель. Значительная часть расходов бюджета идет на финансирование социальных программ и госструктур. Способов стимулирования экономики немного: это прямое субсидирование и налоговые льготы, масштаб которых зависит от текущего объема доходов. Вместе с тем все признают, что создавать новые компании в России очень трудно, а действующие предприятия жалуются на административные барьеры и в целом неблагоприятную обстановку для ведения бизнеса.

России нужна новая бизнес-модель, которая облегчит создание и развитие компаний. Она должна стимулировать инвестиции со стороны как россиян, которые сейчас хранят свои деньги за рубежом, так и международных инвесторов. В частности, необходимо привлечь известные иностранные компании в качестве партнеров по развитию тех отраслей, которые на протяжении почти 20 лет оставались в небрежении, а также тех, которые неэффективны и используют устаревшие технологии и способы управления.

Словом, новому правительству предстоит менять ситуацию, в которой Россию воспринимают как страну высокорискованную и неблагоприятную для инвестирования и ведения бизнеса.

Согласно консервативным оценкам, совокупный объем расходов на инфраструктурное строительство в течение ближайших пяти лет составит около \$500 млрд. Из них на долю средств, которые можно выручить от запланированной приватизации, может прийти 20%, хотя более реалистичным представляется уровень 10%. Остальное придется обеспечивать за счет схем государственно-частного партнерства, очень значительного увеличения объемов прямых иностранных инвестиций, а также привлечения средств на долговых рынках. Пока вклад этих трех источников очень мал: так, в 2010 году доля прямых иностранных инвестиций составила менее 1% от ВВП. Вместе с тем у России есть множество возможностей привлечь долговое финансирование: сейчас отношение ее долга к ВВП ниже 11%, а совокупный внешний долг меньше валютных резервов. Ситуация с бюджетом продолжает улучшаться. Неясно, почему кредитный рейтинг гособлигаций до сих пор не повышен.

ОСОЗНАНИЕ ПРОБЛЕМЫ

Иллюзия, будто Россия сможет стать экономической сверхдержавой без масштабных инвестиций в инфраструктуру, развеялась после аварии на Саяно-Шушенской ГЭС в августе 2009 года и коллапса в сельском хозяйстве вследствие засухи в августе 2010-го. Общее мнение таково, что прогресс в других секторах экономики невозможен до тех пор, пока энергосистема уязвима, транспортная сеть неадекватна, а вся страна столь сильно зависит от импорта продуктов питания и базовых лекарств.

ПОТРЕБНОСТЬ В УЧАСТИИ ИНОСТРАННОГО КАПИТАЛА

Российское правительство рассчитывает на то, что политика открытых дверей будет двусторонней. Многим крупным компаниям страны необходимо установить стратегические связи с ведущими зарубежными компаниями, особенно европейскими. Именно это лежит в основе крепнущего намерения государства улучшить восприятие России в глазах иностранных инвесторов, законодателей и корпораций. Это также объясняет, почему Россия столь активно стремится принять у себя крупные спортивные состязания, и почему спустя 17 лет бездействия она сделала все возможное для вступления в ВТО до конца текущего года. Для преодоления нефтяной зависимости нужен не просто инвестиционный капитал, а профессиональные знания и опыт иностранных компаний.

Задача поистине непростая – изменить негативное восприятие страны и устранить юридические и административные барьеры, препятствующие прямым инвестициям. Безусловно, смягчение внешней политики, вступление в ВТО, проведение крупных спортивных мероприятий и более профессиональная работа по улучшению имиджа помогут достичь поставленной цели. Однако для существенных и долгосрочных перемен в восприятии инвесторами России и ее рисков нужны решительные действия по борьбе с коррупцией, преодолению бюрократии в решении деловых вопросов и улучшению юридической системы для лучшей защиты интересов инвесторов.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПРИОРИТЕТЫ

Те, для кого Россия – не белое пятно на карте, понимают, что инвестиционные возможности будут зависеть от приоритетов правительства. Главное – сделать правильный выбор.

Президентская программа модернизации экономики направлена на усиление ее диверсификации. Она предусматривает улучшение инвестиционного климата в базовых отраслях и новых секторах экономики с высоким потенциалом роста. Однако суровая реальность в том, что лишь несколько отраслей могут одновременно воспользоваться прямой политической поддержкой, необходимой для реальных перемен и расширения инвестиционных возможностей.

И Дмитрий Медведев, и Владимир Путин часто сетуют на то, что исполняется куда меньше распоряжений, которые они издают. Недостаток квалифицированных управленцев, несовершенная законодательная база, повсеместная коррупция и обременительные бюрократические процедуры – вот некоторые факторы, препятствующие полной или частичной реализации инициатив. Для того чтобы в процессе осуществления того или иного проекта произошли реальные подвижки, требуется активное вмешательство президента или премьер-министра. Для отдельных секторов такое вмешательство благоприятно (как было с автопромом в 2010 году), но оно также указывает на большой изъян в программе развития России: отсутствие сведущих и целеустремленных чиновников.

В числе отраслей и национальных проектов, которые в ближайшие годы будут приоритетными:

- сельское хозяйство;
- финансовые услуги;
- строительство;
- фармацевтика;
- электроэнергетика;
- отдельные инфраструктурные объекты, связанные с проведением крупных спортивных мероприятий и политических саммитов.

Christopher_Weafer @troika.ru

Обзор 2011 года. Под внешним игром

Враг – это тот, кто собирается тебя убить, на какой бы стороне он ни находился.

Джозеф Хеллер. Уловка-22

В 2011 году инвестиционная привлекательность России повысилась, но это мало повлияло на стоимость российских активов, которую определяли преимущественно внешние факторы. И если в начале года, воодушевленные ростом цен на нефть, инвесторы увеличили российскую составляющую своих портфелей, то уже в конце весны из-за обострения европейского долгового кризиса все активы с высоким риском, включая российские акции и рубль, оказались невостребованными.

С начала января по конец ноября 2011 года особенно сильное влияние на отношение инвесторов к России и на динамику российского рынка оказывали следующие факторы.

Внешние факторы

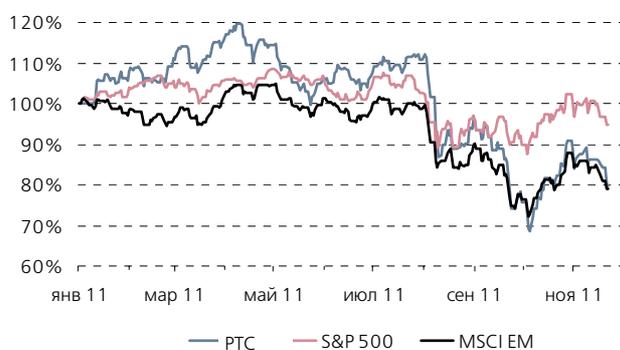
- **“Арабская весна”.** Результатом народных волнений, революций и гражданских войн в странах Северной Африки и Ближнего Востока стало прекращение экспорта нефти из Ливии и повышение премии за риск, заложенной в ценах на нефть, рост которых положительно повлиял на сальдо счета текущих операций и бюджета России.
- **Долговой кризис в еврозоне.** Усиливающаяся угроза дефолта Греции, а затем Италии и, наконец, распада еврозоны резко уменьшила склонность инвесторов к риску. Инвестиционные фонды начали выводить средства с развивающихся рынков и на полгода потеряли интерес к российским активам.
- **Замедление темпов экономического роста в США.** Более медленный, чем ожидалось, рост ВВП США в 2К–3К11 усилил опасения, что к концу 2011 – началу 2012 года развитие экономики вновь скатается в рецессию. Сейчас из США приходят обнадеживающие статданные, и эти тревоги рассеиваются, но с апреля-мая и до недавних пор они тоже способствовали формированию антирисковых настроений.
- **Ужесточение кредитно-денежной политики в Китае.** Неуклонное ужесточение кредитно-денежной политики Китая в 1П11 повысило опасность резкого замедления роста мировой экономики в 2012 году и омрачило перспективы сырьевых рынков.
- **Катастрофа на АЭС “Фукусима”.** Японская трагедия, по мнению инвесторов, имела положительные последствия для газового рынка: некоторые страны, включая Германию, заявили о сворачивании или пересмотре программ развития ядерной энергетики. В долгосрочной перспективе это может способствовать укреплению позиций России, как крупнейшего поставщика газа, на европейском энергорынке, а в краткосрочной, по-видимому, уже создало более конструктивную атмосферу на российско-китайских переговорах о строительстве газопровода.
- **Пуск “Северного потока”.** Ввод в эксплуатацию этого трубопровода, первая очередь которого была пущена в начале ноября, приведет к укреплению политических связей между Россией и Германией и увеличению инвестиций немецких компаний в российскую экономику, а также к улучшению репутации России как энергетического партнера благодаря ослаблению ее зависимости от Украины в доставке газа на европейский рынок.

Внутренние факторы

- **Заявление Владимира Путина о намерении участвовать в президентских выборах.** Это заявление, сделанное раньше, чем ожидалось, устранило часть политической неопределенности, являвшейся составной частью странового риска России.
- **Вступление в ВТО.** Ожидается, что в декабре Россия будет принята в члены ВТО, а в начале 2012 года ратифицирует соглашение об условиях присоединения к ней. Вступление в ВТО еще не скоро начнет оказывать заметное влияние на российскую экономику в целом или на ее отдельные отрасли, однако рынок очень положительно оценивает это событие как доказательство того, что правительство намерено улучшать инвестиционный и деловой климат и осуществлять реформы.
- **Подписание соглашения между Роснефтью и ExxonMobil о совместном освоении арктического шельфа.** Повышается вероятность того, что в долгосрочной перспективе России удастся сохранить суточную добычу нефти на уровне 10 млн. барр.
- **Слияние РТС и ММВБ.** Долгожданное объединение бирж наряду с анонсированными мерами, направленными на облегчение доступа нерезидентов на российский рынок, и ожидаемым принятием закона о центральной депозитарии создает условия для увеличения объема торгов российскими акциями и прихода на рынок намного более широкого круга иностранных инвесторов.
- **Улучшение макроэкономических показателей.** Состояние экономики России улучшилось: год будет завершён со значительным положительным сальдо счета текущих операций и небольшим профицитом бюджета. Инфляцию вновь удалось сбить, а в 2012 году она, вероятно, еще уменьшится, что создает предпосылки для понижения процентной ставки ЦБ в начале следующего года.
- **Отток капитала.** На отношение инвесторов к России продолжает отрицательно влиять отток капитала. С начала января по конец октября из страны было выведено \$64 млрд., и, хотя во многом рост этого показателя объясняется простым увеличением выручки от продажи нефти, нельзя отрицать, что часть средств выводят те, кто с тревогой оценивает будущее России, а приток прямых иностранных инвестиций крайне мал.

Фондовый рынок

В начале 2011 года инвесторы, ободренные ростом цен на нефть, увеличивали длинные позиции по российским акциям. С 1 января по 8 апреля Индекс РТС вырос на 20,0%, Индекс ММВБ – на 10,2%, а индекс российских депозитарных расписок FTSE Russia IOB – на 21,6%, тогда как MSCI EM повысился лишь на 5,3%, а S&P 500 – на 6,0%.

Динамика Индекса РТС, S&P 500 и MSCI EM в 2011 году

Источник: Bloomberg

Основным фактором роста был стабильный приток на российский рынок средств паевых инвестиционных фондов, в первую очередь биржевых, которые стремились увеличить свои позиции по акциям нефтяных компаний (см. "Инвестиционные потоки"). Как видно из следующей таблицы, из десяти российских эмитентов, ГДР которых стали лидерами роста в 1К11, шесть представляют нефтегазовый сектор.

Депозитарные расписки российских эмитентов, показавшие лучшую или худшую динамику в 1К11

	Цена, \$ / акция*	Динамика за 1К11
Татнефть	43,86	32,5%
Роснефть	9,47	32,2%
Газпром нефть	26,90	29,3%
ЛУКОЙЛ	72,50	28,3%
Газпром	31,64	25,3%
Челябинский ЦЗ	5,24	19,6%
Северсталь	19,65	16,6%
АФК "Система"	28,85	15,7%
НОВАТЭК	136	13,8%
Группа "ПИК"	4,58	13,1%
Норильский Никель	26,51	12,0%
IRC (НК\$)	1,59	12,0%
Уралкалий	41,10	11,9%
Сбербанк**	3,78	10,9%
ТрансКонтейнер	10,50	10,5%
Интегра	3,50	-1,4%
СТС Медиа	23,00	-1,8%
Eurasia Drilling Company	31,76	-2,3%
Фармстандарт	27,83	-2,4%
ТМК	19,97	-3,3%
Мостотрест	7,70	-4,0%
X5 Retail Group	44,02	-4,8%
НЛМК	45,13	-5,4%
РусГидро	5,15	-5,5%
Петропавловск (GBP)	1 070	-6,5%
Highland Gold Mining (GBP)	175	-7,0%
VimpelCom Ltd	13,72	-8,8%
Полюс Золото	32,82	-10,0%
Mail.ru Group	32,30	-10,3%
ОКЕИ	12,05	-12,5%

* На конец марта 2011 года.

** Цена в РТС.

Источник: Bloomberg

В конце апреля ситуация на мировых торговых площадках начала ухудшаться. Долговой кризис в еврозоне, некоторое время остававшийся фоновым раздражителем, вышел на передний план: возросла вероятность того, что Греция объявит дефолт или что другим странам ЕС придется ее спасать. Опасения, что европейский долговой кризис подорвет рост мировой экономики, а с ним и спрос на сырьевые товары, включая нефть, отпугнули инвесторов от активов с высоким риском. Правда, цена нефти оставалась высокой – в Ливии началась гражданская война, приведшая к падению добычи с 1,6 млн. барр. / сут почти до нуля, – но рос-

сийские активы потеряли в стоимости не меньше, чем другие, принадлежащие к той же группе риска. Дополнительным разочарованием стали данные о росте российского ВВП за 2К11, заставившие усомниться в том, что годовой рост экономики оправдывает ожидания. Рынок развернулся, причем, как показывает график, резко повысилась его волатильность. Бета-коэффициент Индекса РТС относительно индекса MSCI World, составивший с начала января по конец ноября 2011 года в среднем 1,4 (у MSCI EM – 1,0), в начале лета, когда угроза возобновления рецессии казалась особенно реальной, достигал 1,8 (в случае MSCI EM тоже наблюдался всплеск, но намного менее сильный – до 1,3).

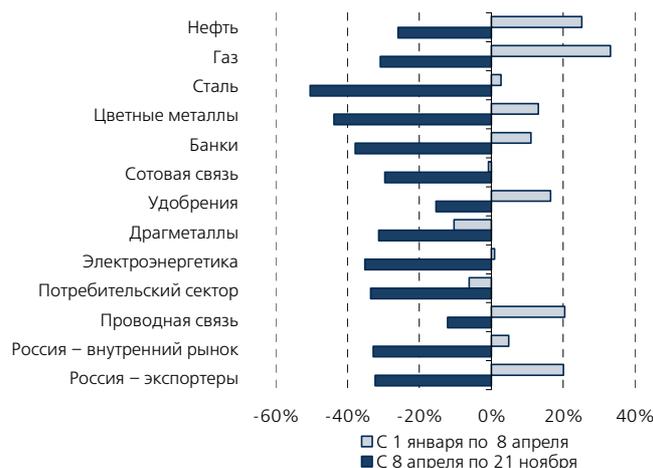
Бета-коэффициенты Индекса РТС и MSCI EM относительно MSCI World



Источник: Bloomberg

За время ралли, завершившегося 8 апреля, лучшие результаты показали нефтегазовые компании, худшие – производители драгоценных металлов. При последующем снижении меньше всех подешевели акции операторов фиксированной связи, больше всех – акции предприятий черной металлургии.

Динамика секторов в периоды подъема и падения российского фондового рынка в 2011 году



Источник: Bloomberg

Динамика российских депозитарных расписок с начала года по третью декаду ноября была следующей.

Депозитарные расписки российских эмитентов, показавшие лучшую или худшую динамику с начала 2011 г.

	Цена, \$ / акция*	С начала года *
НОВАТЭК	140,70	17,7%
Газпром нефть	21,36	2,7%
Уралкалий	37,34	1,7%
Global Ports**	15,00	0,0%
Highland Gold Mining (GBP)	176,50	-6,2%
ЛУКОЙЛ	52,90	-6,4%
ТрансКонтейнер	8,75	-7,9%
Роснефть	6,59	-8,0%
Полиметалл	16,46	-10,1%
IRC (НК\$)	1,22	-14,1%
Татнефть	28,37	-14,3%
Raven Russia (GBP)	0,53	-15,2%
Глобалтранс	14,04	-17,4%
Сургутнефтегаз	8,73	-17,6%
Яндекс**	20,06	-19,8%
Группа "Черкизово"	14,44	-19,8%
Mail.ru Group	28,70	-20,3%
НМТП	7,97	-20,3%
Газпром	10,87	-21,2%
Фосагро**	10,90	-22,1%
Группа "Эталон"***	4,55	-35,0%
Интегра	2,24	-36,9%
ВТБ	4,09	-38,0%
НОМОС Банк	10,60	-39,4%
Фармстандарт	17,07	-40,1%
Челябинский ЦЗ	2,50	-42,9%
Группа ГМС**	4,51	-44,2%
Петропавловск (GBP)	635,00	-44,5%
ТМК	10,70	-48,2%
ОК РУСАЛ (НКД)	6,00	-49,7%
О'КЕЙ	6,90	-49,9%
X5 Retail Group	22,70	-50,9%
Росагро**	6,50	-56,7%
НЛМК	20,50	-57,0%
AFI Development	0,48	-57,9%
Евраз Груп	15,00	-58,2%
Группа "ЛСР"	3,85	-58,2%
СТС Медиа	9,23	-60,6%
ММК	5,07	-64,1%
Мечел	9,64	-67,0%
Индекс РТС	1 431,1	-19,2%
Индекс ММВБ	1 401,9	-16,9%
Индекс IOV GDR	798,8	-19,1%
Индекс MSCI EM	909,3	-21,0%
Индекс MSCI World	1 127,3	-11,9%
Индекс S&P 500	1 188,0	-5,5%
Медь, \$ / фунт	333,6	-25,0%
Золото, \$ / унция	1709,2	20,0%
Брент, \$ / барр.	107,9	14,0%
Рубль / доллар	31,0193	-1,6%
Доллар / евро	1,347	0,6%

* На закрытии торгов 22 ноября.

** Изменение цены рассчитывается с даты первичного публичного размещения.

Источник: Bloomberg

Экономика

Экономика России начала год очень уверенно: в первом квартале рост ВВП составил 4,1% по сравнению с 3,5% в 1К10. Однако во втором квартале ВВП, вопреки ожиданиям, увеличился только на 3,4%, что стало одной из причин падения фондового рынка и перелома тенденции к укреплению рубля, сформировавшейся в 1К11. В третьем квартале, однако, рост ускорился до 4,8%, и в четвертом макроэкономическая ситуация продолжила улучшаться. В частности, потребительские расходы и корпоративные инвестиции по состоянию на конец октября превышали уровни годичной давности почти на 9%. Вообще, ожидается, что в 2012 году данные Росстата о росте экономики за 2011 год будут пересмотрены в большую сторону.

По данным ЦБ, внешний долг российских заемщиков в конце сентября составлял менее \$520 млрд. и почти полностью покрывался международными резервами. Отношение совокупного внешнего долга к прогнозируемому ВВП 2011 года равнялось 29%, государственного – едва превышало 2%. Срочная структура внешнего долга сегодня намного лучше, чем в 4Q08: значительно увеличилась средняя дюрация.

Важными отрицательными факторами остаются существенный отток капитала и низкий объем прямых иностранных инвестиций. По данным ЦБ, за первые 10 месяцев текущего года из страны было выведено \$64 млрд. по сравнению с \$38,3 млрд. в 2010 году и \$56,9 млрд. в 2009. Однако усилившийся отток капитала во многом обусловлен увеличением доходов от экспорта нефти и особенностями их учета (в частности, важную роль играет задержка в репатриации экспортной выручки). Объем прямых иностранных инвестиций в 2010 году составил \$13,8 млрд., или менее 1% ВВП, и в нынешнем году это соотношение, как ожидается, будет приблизительно таким же, что, безусловно, не может удовлетворять страну с гигантскими инвестиционными потребностями.

Динамика показателей российской экономики в 2011 году

	На конец октября, г / г
Профицит бюджета	1,4 трлн. руб. (\$45 млрд.) с начала года = 3,2% от ВВП
Банковское кредитование компаний	+23% с начала года
Банковское кредитование потребителей	+31% с начала года
Платежный баланс	\$84 млрд. с начала года, +38% г / г
Промышленное производство	+3,6% г / г
Оборот розничной торговли	1 693 млрд. руб. (\$55 млрд.), +8,8% г / г
Инвестиции в основные фонды	1 097 млрд. руб. (\$35,5 млрд.), +8,6% г / г
Средняя заработная плата (в номинальном выражении)	23 350 руб. (\$755) в месяц
Реальный темп роста зарплат	+5,0% г / г
Уровень безработицы	6,4% (против 6,0% в конце сентября и 6,5% в конце июля)
Доход на душу населения	20 691 руб. (\$670), +7,5% г / г
ИПЦ	+7,2% г / г, +5,3% с начала года
ИЦП	+17,5% г / г, +12,6% с начала года
Производство сельхозпродукции	592 млрд. руб. (\$19 млрд.), +51,8% г / г
Грузооборот, млрд. т / км	420,5, +0,9% г / г
Ж/д грузооборот, млрд. т / км	183,0, +4,8% г / г
Жилищное строительство	5,0 млн. кв. м завершено строительства в октябре, +6,9% г / г
Объемы завершено строительства	523 млрд. руб. (\$16,9 млрд.) в октябре, +8,2% г / г

Источник: Росстат

Нефтяной рынок

Средняя цена Юралз с начала января по конец ноября 2011 года составила около \$110 за баррель по сравнению с \$78,2 за баррель в 2010 году и \$61,3 за баррель в 2009. Это не спасло российский фондовый рынок от последствий потери интереса к риску, вызванной углублением долгового кризиса в Европе, зато значительно улучшило состояние баланса и исполнение бюджета.

Динамика цен на нефть и Индекса РТС в 2011 году

Источник: Bloomberg

Цена нефти, особенно Brent и Юралз, проявляет завидную устойчивость, особенно в сравнении с ценами на промышленные металлы: с начала года по середину ноября одномесячные фьючерсы на Brent подорожали на 14%, тогда как медь подешевела почти на 25%. Причин было несколько.

■ **“Арабская весна”.** Волнения в арабских странах заставили инвесторов переоценить риск перебоев в поставках нефти из Саудовской Аравии, особенно когда волна протестов, начавшаяся в Тунисе, докатилась до Бахрейна, расположенного по соседству с главным нефтедобывающим районом Саудовской Аравии. Это привело к всплеску цен на нефть. Затем вспыхнула гражданская война в Ливии, и с рынка ушло 1,6 млн. барр. / сут ливийской нефти. Саудовская Аравия компенсировала выпавшие объемы, но остается ощущение, что ситуация в регионе легко может дестабилизироваться.

“Арабская весна” имела для нефтяного рынка и другие важные последствия. Встревоженные власти Саудовской Аравии значительно увеличили социальные и военные расходы, и если в 2010 году бюджет сводился без дефицита при цене нефти приблизительно в \$70 за баррель, то в 2012 году стране необходимо более \$100 за баррель, что будет определять ее позицию в вопросе квот на добычу. Правда, нынешней зимой Саудовская Аравия едва ли станет препятствовать снижению цен на нефть по следующим причинам:

- Накопленные международные резервы позволят стране благополучно пережить несколько месяцев относительно низких цен.
- Саудовские власти не хотят настраивать против себя западных политиков и потребителей.
- В Саудовской Аравии понимают, что снижение цен на нефть стимулировало бы восстановление мировой экономики (а это, в свою очередь, увеличило бы спрос на нефть).
- Снижение цен позволило бы стране вернуть себе главенство в ОПЕК, потерянное в сентябре, когда верх одержали страны, настаивавшие на сохранении высоких цен.

■ **Авария на японской АЭС.** Авария на АЭС “Фукусима” заставила многие страны если не отказаться от развития ядерной энергетики, то, по крайней мере, задуматься о целесообразности реализации программ строительства АЭС, которые были призваны уменьшить углеводородную составляющую энергетических балансов. Это оказало поддержку в первую очередь рынку СПГ, но отчасти и нефтяному.

■ **Слабый доллар.** В последнее время доллар укрепился по отношению к евро, но долгосрочный тренд остается нисходящим, тем более что ФРС снизила процентные ставки почти до нуля и взяла на вооружение политику количественного смягчения. Между ценой нефти и курсом доллара, взвешенным с учетом структуры внешнеторгового оборота США, существует тесная обратная корреляция: чем слабее доллар, тем дороже нефть.

- **Спрос.** Увеличение спроса сегодня обеспечивают только развивающиеся страны Азии, в первую очередь Китай, и Ближнего Востока, тогда как в Европе и Японии потребление нефти в 2012 году, по прогнозам МЭА, сократится, а в США останется прежним. Однако цена нефти слабо реагирует на ожидаемое сокращение спроса со стороны развитых экономик и значительно понизится, по-видимому, только если возникнет опасность резкого замедления экономического роста в Китае.
- **Предложение.** Если не считать дополнительных поставок из Саудовской Аравии, которые компенсировали выпавшие объемы ливийского экспорта, нового предложения на рынке нефти в 2011 году не появилось. Не изменится ситуация и в 2012 году: новые крупные месторождения (Кашаганское на Каспии, шельфовые в Бразилии) вступят в строй лишь через несколько лет. Правда, в США увеличивается добыча сланцевого газа, однако замещать импортную нефть в значительных объемах он начнет только через два-три года.

В самой России в 2011 году произошли следующие события, важные для нефтегазовой отрасли.

- **Введение системы пошлин на нефть и нефтепродукты "60-66".** Эта система, действующая с 1 октября 2011 года, призвана создать стимулы для увеличения инвестиций в добычу, в том числе на новых месторождениях, и для модернизации НПЗ. Ближайшим следствием ее внедрения станет то, что часть нефти, поставлявшейся на неэффективные НПЗ, будет направляться на экспорт.
- **Пуск "Северного потока".** Ввод в эксплуатацию первого трубопровода, позволяющего экспортировать российский газ в Европу (Германию) в обход Украины и других стран, значительно улучшит репутацию России как надежного поставщика энергоносителей и усилит взаимозависимость российской и немецкой экономик.
- **Освоение арктического шельфа.** Провал попытки создать СП с BP не смутил Роснефть: компания подписала с ExxonMobil первое в мировой истории соглашение о совместном проведении геологоразведочных работ в арктическом регионе. Россия дала понять, что не только намерена приложить все усилия к тому, чтобы в долгосрочной перспективе сохранить суточную добычу нефти на уровне выше 10 млн. барр., но и желает стать лидером в освоении нефтяных запасов Арктики.
- **Привлечение иностранных партнеров к участию в "Ямал-СПГ".** НОВАТЭК уже продал долю в нем французской Total, а новым партнером может стать Катар, заявивший о своем желании в рамках сотрудничества с Россией в сфере производства СПГ принять участие в ямальском проекте.

Размещение акций

В 2011 году российские компании провели семь первичных публичных размещений акций на общую сумму \$4,4 млрд. Три из них состоялось в апреле, на пике рынка, а самое крупное – IPO Яндекса (\$1,3 млрд.) – в мае. Из вторичных размещений, в результате которых было привлечено в общей сложности \$1,36 млрд., самое большое (\$788 млн.) осуществил Полиметалл (в рамках смены юрисдикции с российской на британскую). Единственной приватизационной сделкой стала февральская продажа 10%-го пакета акций ВТБ за \$3,3 млрд.

Как видно из следующей таблицы, только в трех случаях акции, размещенные в рамках IPO, показали лучшую динамику, чем Индекс РТС.

Итоги размещения акций российских компаний в 2011 году

	Код	Объем привлеченных средств, \$ млн.	Цена размещения, \$/акция	Дата размещения	Текущая цена* \$/акция	Изменение	Индекс РТС**
IPO в 2011 году							
Гидравлические машины	HMSG LI	360	8,25	2 фев	4,65	-43,6%	-26,2%
Группа "Эталон"	ETLN LI	575	7,00	15 апр	4,70	-32,9%	-29,8%
РусАгро	AGRO LI	330	15,00	18 апр	6,30	-58,0%	-29,8%
НОМОС Банк	NMOS LI	718	17,50	18 апр	11,44	-34,6%	-29,8%
Яндекс	YNDX US	1 300	25,00	23 мая	19,72	-21,1%	-30,5%
Global Ports	GLPR LI	588	15,00	24 июн	15,00	0,0%	-23,3%
ФосАгро	PHOR LI	538	14,00	13 июл	10,50	-25,0%	-26,4%
Объем привлеченных средств		4 409					
SPO в 2011 году							
Армада	ARMD Rx	22	13,00	4 апр	9,80	-24,6%	-31,9%
Группа ДИКСИ	DIXY RX	555	13,98	15 июн	9,28	-33,6%	-25,7%
Полиметалл	PMTL LI	788	14,80	30 окт	16,38	10,7%	-11,5%
Объем привлеченных средств		1 365					
Приватизация в 2011 году							
ВТБ	VTRB LI	3 300	6,25	14 фев	4,05	-35,2%	-24,2%
Объем привлеченных средств		3 300					
Общий объем размещений		9 074					

* На закрытии торгов 21 ноября 2011 года.

** В каждом случае – с даты размещения акций.

Источник: РТС, Bloomberg, Тройка Диалог

Однако значительная часть намечавшихся на 2011 год первичных публичных размещений не состоялась. Инвесторы не проявили интереса к ним по следующим причинам.

- При нынешнем уровне рыночной неопределенности целевая цена размещения представлялась слишком высокой.
- У компаний не было четких инвестиционных планов, которые оправдывали бы высокую оценку.
- Инвесторам не понравилось, что продавцами выступали основные акционеры.

Отменить IPO пришлось следующим пяти компаниям (в скобках – предполагавшиеся объемы размещения):

- Челябинский ТПЗ (\$630–835 млн.),
- Кокс (\$480 млн.),
- Nord Gold (\$1 000 млн.),
- Евросеть (\$1 250 млн.),
- Вертолеты России (\$500 млн.).

Еще несколько компаний, в том числе Домодедово, приостановили подготовку IPO задолго до определения цены размещения.

Итоги размещения акций российских эмитентов в 1996–2011 годах

	Число выпусков	Объем привлеченных средств*, \$ млн.
1996	1	111
1997	–	–
1998	–	–
1999	1	52
2000	1	323
2001	–	–
2002	2	220
2003	1	14
2004	5	620
2005	12	4 926
2006	13	17 654
2007	29	32 869
2008	4	1 985
2009	9	1 690
2010	16	6 617
2011**	11	9 074

* Без учета размещения акций госкомпаний в пользу государства.

** По 21 ноября.

Источник: Тройка Диалог

Медленный ход приватизации и потенциальное расширение ее программы

В нынешнем году президент Дмитрий Медведев дал правительству поручение подготовить новый план приватизации, который предусматривал бы значительное расширение программы, утвержденной в 2010 году. Не все подробности плана известны, но его магистральные направления вполне ясны. Главное отличие от прежних программ состоит в готовности государства продавать контрольные пакеты акций большинства компаний и даже полностью выходить из их капитала, оставляя за собой только “золотую акцию”. Радикальная перемена в подходе к приватизации, несомненно, повлечет за собой коренной пересмотр Закона “О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства”. Готовность правительства расстаться с контрольными пакетами имеет большое значение и как новый шаг по пути реформ, и как (в теории) катализатор роста стоимости компаний, менеджмент которых становится подотчетным более широкому кругу акционеров.

Правда, то обстоятельство, что несколько пакетов предполагается продать портфельным инвесторам, может создать трудности для частных компаний, надеющихся привлечь средства в рамках первичных размещений, особенно если рыночные условия будут столь же тяжелыми, как в последние три года.

Программа приватизации, утвержденная в середине 2010 года, предусматривала продажу в 2011–2013 годах пакетов акций 10 компаний на общую сумму около \$30 млрд. Неблагоприятная рыночная ситуация замедлила реализацию программы: как отмечалось, было продано только 10% акций ВТБ за \$3,3 млрд.

В следующей таблице приведена оценка тех сумм, которые по текущим рыночным ценам можно выручить от приватизации компаний, включенных в программу 2010 года, в трех сценариях: в соответствии с первоначальным планом (\$28,0 млрд.), при сокращении доли государства до контрольного пакета (\$33,6 млрд.) и при продаже всей доли с сохранением “золотой акции” (\$118,1 млрд.). Расчеты производились только для компаний, акции которых котируются на бирже (оценка остальных пока не обнародована).

Возможная выручка от приватизации компаний, включенных в список 2010 г.

	Доля государства*	Предлагаемый к продаже пакет**	Стоимость, \$ млрд.*	Сокращение госпакета до контрольного, \$ млрд.***	Полная стоимость \$ млрд.****
ФСК ЕЭС	79,1%	4,1%	0,5	3,7	10,0
РусАгро	100,0%	49,0%	–	–	–
Роснефть	75,2%	25,2%	17,4	17,4	52,0
Росспиртпром	100,0%	–	–	–	–
Росагролизинг	99,9%	49,9%	–	–	–
РусГидро	57,9%	7,9%	0,9	0,9	6,6
Сбербанк	57,6%	7,6%	4,1	4,1	31,4
Совкомфлот	100,0%	25,0%	–	–	–
Объединенная зерновая компания	100,0%	100,0%	–	–	–
ВТБ	85,5%	25,5%	5,4	7,5	18,1
Предполагаемый объем привлеченных средств			28,3	33,6	118,1

* На закрытии торгов 21 ноября.

** При продаже пакетов, предусмотренных программой 2010 года.

*** При уменьшении доли государства до контрольного пакета (50%+1 акция).

**** При выходе государства из капитала с сохранением "золотой акции".

Источник: Минэкономразвития, Bloomberg

Правительство, впрочем, предполагает значительно расширить перечень приватизируемых предприятий, одобренный в 2010 году.

Первичное публичное размещение акций РЖД перенесено с 2011 на 2013 год. Сначала может быть продано 25% акций, в последующие годы возможно отчуждение дополнительных госпакетов.

По сообщениям, государство готово полностью выйти из капитала следующих компаний (закрепив за собой "золотую акцию"):

- Аэрофлот,
- АЛРОСА,
- Интер РАО ЕЭС,
- Холдинг МРСК,
- Ростелеком,
- Аэропорт "Шереметьево",
- Государственная транспортная лизинговая компания,
- Связьинвест,
- Транснефть,
- Уралвагонзавод,
- Зарубежнефть.

Кроме того, в течение пяти лет государство может сократить до 50% свое участие в капитале следующих компаний:

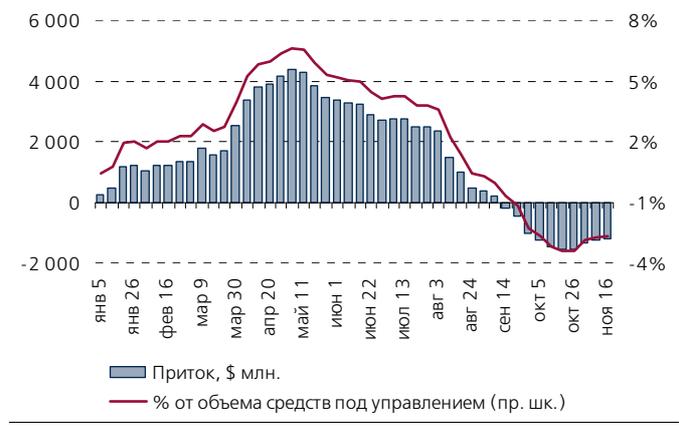
- Объединенная авиастроительная корпорация (ОАК),
- Объединенная судостроительная корпорация (ОСК).

Инвестиционные потоки

На следующем графике представлен нетто-приток предназначенных для российского рынка средств в страновые инвестиционные фонды, включая биржевые, и более крупные региональные и специализированные фонды развивающихся рынков. К началу мая нетто-приток,

рассчитанный нарастающим итогом, достиг \$4,4 млрд., что способствовало росту российского рынка как в абсолютном выражении, так и по отношению к рынкам других стран БРИК: за то же время средства, предназначенные для Бразилии, Китая и Индии, сократились соответственно почти на \$200 млн., приблизительно на \$300 млн. и более чем на \$900 млн.

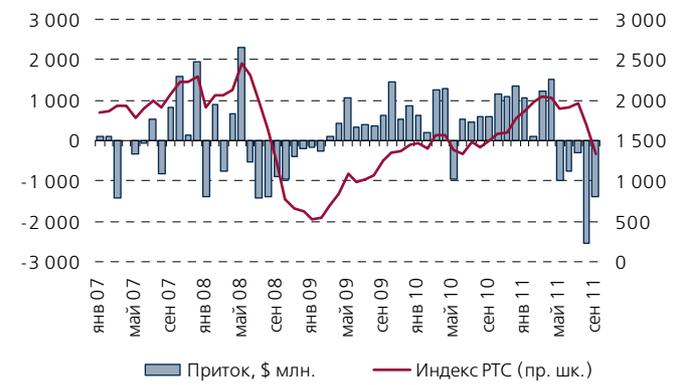
Приток средств, предназначенных для российского рынка, во все фонды GEM с начала года (недельная динамика, нарастающий итог)



Источник: EPFR Global

С середины мая по середину октября из фондов происходил почти непрерывный отток средств, предназначенных для российского рынка. Как следствие, с начала года по конец ноября отрицательное сальдо составило \$1,2 млрд.

Приток средств, предназначенных для России, во все фонды GEM с начала года (месячная динамика)



Источник: EPFR Global

Приток средств во все фонды развивающихся рынков представлен на следующем графике. В нынешнем году нетто-приток по состоянию на конец ноября составил \$1,6 млрд. по сравнению с \$62,6 млрд. в 2010 и \$38,6 млрд. в 2009 году.

Приток средств во все фонды развивающихся рынков в 2007–2011 годах (месячная динамика, нарастающим итогом)



Источник: EPFR Global

Chris_Weafer@troika.ru

Нефть и газ. Бегство от риска – бегство от России

ЗАВИСИМОСТЬ ОТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Несмотря на уменьшение склонности к риску, в последние месяцы цены на нефть – и прибыли нефтяных компаний – демонстрируют завидную устойчивость. Инвесторов то и дело охватывает страх перед замедлением роста американской и китайской экономик и разрастанием долгового кризиса еврозоны от периферии к центру, однако цена Brent с февраля не опускается ниже \$100 за баррель. Остается предположить, что рынок нашел ценовой уровень, временно удовлетворяющий и производителей, и потребителей. Как контрактные, так и спотовые цены не просто остаются высокими, а с приближением зимнего пика потребления устанавливают все новые сезонные рекорды. И если в долгосрочной перспективе доходы нефтегазовых компаний продолжат в конечном счете определяться состоянием мировой экономики, то в краткосрочной эта зависимость оказалась нарушенной – вероятно, потому, что спрос на энергоносители не вполне эластичен.

ОЖИДАЕМЫЕ ОТРАСЛЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Сегодня мы считаем все нефтегазовые компании недооцененными. Их мультипликаторы значительно снизились (исключение, по-видимому, одно – НОВАТЭК): цены акций упали, а прогнозы прибыли либо не изменились, либо даже немного повысились благодаря пересмотру в меньшую сторону ожидаемого курса рубля. Более того, не исключено новое повышение прогноза прибыли на 2012 год: ослабление рубля может привести к сокращению эксплуатационных и капитальных расходов в долларовом выражении, тогда как выручка не уменьшится благодаря сохранению высоких цен на нефть.

ОСНОВНЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

С 2012 года мы принимаем среднюю цену Юралз равной \$95 за баррель, а обменный курс – 29,50 руб. за доллар.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

При усилении склонности инвесторов к риску

- Если настроение на мировых рынках улучшится, то мультипликаторы вернуться на более высокие уровни, и чем больше сегодня недооценена компания, тем сильнее будет отскок. В этом сценарии особенно интересны акции, во-первых, **НК "Альянс"** с их неоправданно низкими мультипликаторами; во-вторых, **Газпрома**, у которых низкое значение мультипликаторов, пожалуй, отчасти оправданно, зато высок бета-коэффициент; в-третьих, **Роснефти**, **Газпром нефти** и **Eurasia Drilling Company** – компаний со значительным потенциалом роста, который инвесторы вполне оценят при усилении склонности к риску.

При ослаблении склонности инвесторов к риску

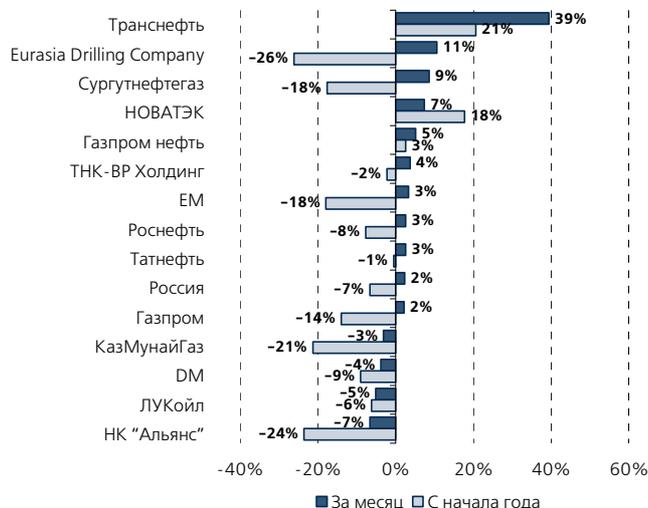
- **РД "КазМунайГаз"**. Большой объем денежных средств на балансе (\$4 млрд.), программа выкупа, охватывающая около 20% акций в свободном обращении, и высокое значение коэффициента "свободный денежный поток / рыночная капитализация" (15–18%) позволят акциям компании при стагнации на мировых фондовых рынках показать относительно хорошую динамику. Однако потенциал их использования как инструмента хеджирования ограничен: компания работает в Казахстане, для которого не рассчитывается индекс MSCI.

- **Привилегированные акции Сургутнефтегаза.** Благодаря большому объему валютных накоплений компания получает бухгалтерскую прибыль от изменения курсов валют, что удерживает дивиденды в некотором диапазоне вне зависимости от колебания цен на нефть (при условии, что курс рубля колеблется вместе с ними). Правда, следует помнить, что сами дивиденды начисляются в рублях.
- Если в 2012 году ситуация в мировой экономике существенно не ухудшится и не улучшится, наиболее перспективными будут относительно долгосрочные инвестиции в акции тех компаний, в которых интересы основных и миноритарных акционеров совпадают: **НОВАТЭК**, **ТНК-ВР Холдинга** и **Башнефти**.

Oleg_Maximov@troika.ru, Alex_Fak@troika.ru, Valery_Nesterov@troika.ru

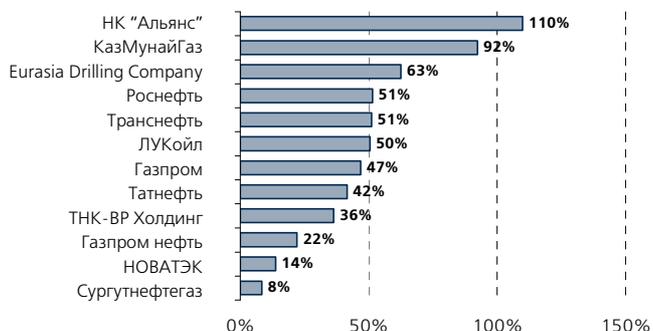
Нефть и газ. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



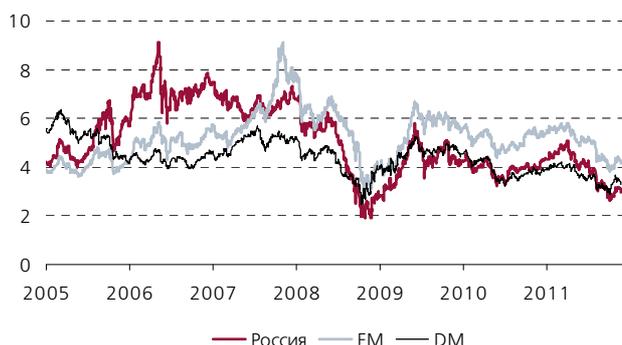
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/EBITDA – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/EBITDA	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г / г
Газпром	5,45	8,00	124 302	1 171	ДЕРЖАТЬ	2,8	2,5	34%	0,5	45%	2,5	-10%
ЛУКОЙЛ	53,2	80,00	43 695	411	ПОКУПАТЬ	3,3	2,5	38%	0,6	21%	2,4	-12%
Роснефть	6,60	10,00	63 376	260	ПОКУПАТЬ	4,8	3,1	26%	1,0	30%	3,3	-18%
НОВАТЭК	141	160,00	42 721	105	ПОКУПАТЬ	20,0	16,2	60%	6,8	56%	13,8	17%
Сургутнефтегаз	0,868	1	34 944	71	ДЕРЖАТЬ	4,6	1,1	32%	0,7	-239%	1,2	-19%
Транснефть	1 489	2 250,00	9 261	57	ПОКУПАТЬ	1,8	1,7	54%	0,3	64%	1,5	-11%
Татнефть	4,77	7	10 166	27	ПОКУПАТЬ	4,6	4,0	48%	0,8	81%	3,9	-3%
Газпром нефть	4,30	5,25	20 390	8	ПОКУПАТЬ	4,4	3,2	51%	0,9	40%	3,0	-8%
НК "Альянс"	12,02	25,24	2 062	7	ПОКУПАТЬ	5,7	5,4	64%	1,0	217%	3,1	64%
Eurasia Drilling Company	24,00	39,00	3 525	6	ПОКУПАТЬ	10,4	6,5	63%	2,4	69%	5,3	3%
КазМунайГаз	15,60	30,00	6 951	5	ПОКУПАТЬ	3,9	1,5	7%	0,7	-137%	1,0	6%
ТНК-ВР Холдинг	2,64	3,60	42 884	3	ПОКУПАТЬ	4,6	3,4	36%	1,8	9%	3,9	-20%
Россия	-	-	414 434	2 127	-	3,9	2,9	38%	0,8	21%	3,0	-11%
EM	-	-	-	-	-	7,1	4,2	22%	1,1	59%	4,2	-2%
DM	-	-	-	-	-	8,0	3,5	30%	1,2	37%	3,3	2%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Черная металлургия. Сектор с высоким бета-коэффициентом

ЗАВИСИМОСТЬ ОТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Очевидно, что горнодобывающий и металлургический сектор, находясь в сильной зависимости от цен на сырье и отличаясь высоким значением бета-коэффициента, чутко реагирует на изменения динамики роста мировой экономики. Таким образом, его благополучие напрямую зависит от “здоровья” мировой экономической системы. Выше всего бета-коэффициент у производителей промышленных металлов и стали, а производители удобрений и урана не столь тесно связаны с глобальными циклами. Производители драгоценных металлов, как всегда, занимают особое положение, демонстрируя отрицательную корреляцию между значением бета-коэффициента и глобальным циклом в средне- и долгосрочной перспективе.

ОЖИДАЕМЫЕ ОТРАСЛЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

В нынешних условиях мы в целом отдаем предпочтение компаниям, которые наименее подвержены влиянию понижительного цикла. Мы исходим из следующих критериев: компания должна обладать базой первоклассных активов, умеренными инвестиционными потребностями и комфортным финансовым положением. В частности, нам кажутся привлекательными бумаги производителей драгметаллов и удобрений: первые должны воспользоваться репутацией золота как “тихой гавани” и продемонстрировать стабильный рост прибыли на фоне ожидаемого увеличения объемов производства; у вторых значение бета-коэффициента обычно менее тесно связано с глобальным циклом. Финансовое положение компаний обеих групп сравнительно стабильно, и они неплохо подготовлены к противостоянию последствиям спада в мировой экономике.

ПРЕДПОЛОЖЕНИЯ МОДЕЛЕЙ

Наши прогнозы цен на сталь и промышленные металлы на 2012 год, как правило, на один пункт превышают спотовые цены (\$18 000 за тонну никеля, \$7 500 за тонну меди и \$680 за тонну горячекатаного проката на условиях FOB Черное море). Наш прогноз цены золота несколько ниже спотовой цены – \$1 650 за унцию, а прогнозы цен на большинство видов удобрений ниже текущих цен (исключение – калийные удобрения: мы полагаем, что их цена не изменится).

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

При усилении склонности инвесторов к риску

- **Мечел.** Финансовое положение Мечела по-прежнему тревожно: в этом году чистый долг увеличился \$8,6 млрд., а EBITDA составит примерно \$2,5 млрд. Более того, из-за инвестиционных обязательств в рамках проекта по освоению Эльгинского месторождения свободные денежные потоки компании будут нулевыми вплоть до 2015 года, при этом в среднесрочной перспективе вклад этого актива в чистую прибыль будет незначительным. Мечел – это конгломерат активов, а его долговая нагрузка чрезмерна, поэтому его акции особенно чувствительно реагируют на любые перепады рыночных настроений и интереса к риску.
- **Evrz Plc.** По нашим оценкам, чистый долг компании по состоянию на конец 2011 года составит \$7,0 млрд. вследствие увеличения оборотного капитала, выплаты \$100 млн. за офис компании и дивидендов в 3К11. Вместе с тем у компании нет крупных инвестиционных обязательств. Высокая доля постоянных расходов в структуре операционных и финансовых

затрат наряду с привлекательной рыночной оценкой должна способствовать хорошей динамике котировок при условии улучшения настроения инвесторов.

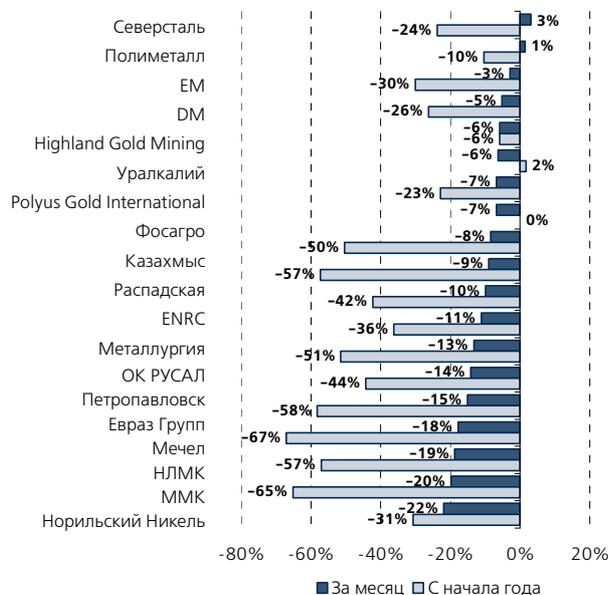
При ослаблении склонности инвесторов к риску

- **Полиметалл** должен показать впечатляющий рост свободных денежных потоков на фоне значительного повышения прибыли (увеличение объемов производства сопровождается повышением цен на золото и ослаблением рубля) и сокращения капиталовложений, поскольку основная часть инвестпрограммы уже реализована. По нашему мнению, в долгосрочной перспективе эта бумага, обладающая привлекательными значениями оценочных коэффициентов, – выгодная ставка на высокую доходность свободных денежных потоков (10–15%).
- **Highland Gold Mining** по-прежнему оценена с большим дисконтом к аналогам: рынок не в полной мере учитывает способность нового руководства выполнять производственные и финансовые планы. Недавно HGM купила у Казцинка долю в Новоширокинском, что сразу же сказалось на уровне доходов и оценки. Компания вполне может выплатить дивиденды: ее чистая денежная позиция (проформа) составляет \$140 млн.

*Mikhail_Stiskin@troika.ru, Irina_Lapshina@troika.ru,
Anton_Rumyantsev@troika.ru, Zaurbek_Zhunisoov@troika.kz*

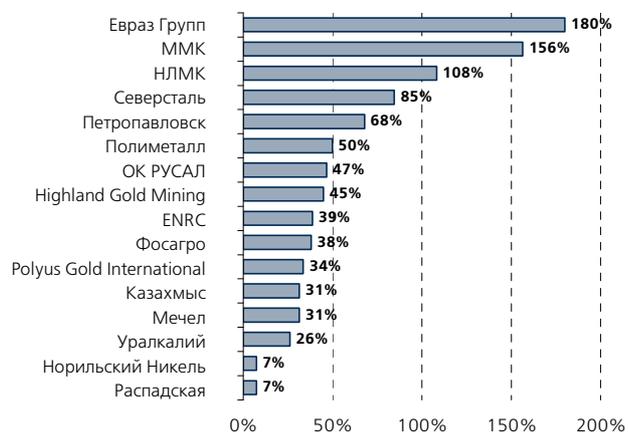
Черная металлургия. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/ЕБИТДА – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о				2012о		
						P/E	EV/ЕБИТДА	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/ЕБИТДА	EV/ЕБИТДА	EPS, г / г
ENRC	9,44	13,09	12 156	18,9	ПОКУПАТЬ	6,2	3,9	-10%	1,1	28%	4,6	-13%
Евраз Групп	15,00	42,00	6 568	23,6	ПОКУПАТЬ	4,5	3,2	167%	0,9	193%	2,6	33%
Highland Gold Mining	2,76	4,00	898	1,3	ПОКУПАТЬ	6,7	3,9	9%	1,2	-107%	2,9	18%
Казахмыс	12,49	16,42	6 686	33,7	ПОКУПАТЬ	5,9	2,6	-7%	0,7	10%	2,3	19%
Мечел	9,64	12,67	4 343	49,0	ДЕРЖАТЬ	4,1	5,0	79%	0,9	321%	4,7	-8%
ММК	5,07	13,00	4 356	10,5	ДЕРЖАТЬ	9,5	3,9	78%	0,4	197%	3,0	70%
НЛМК	20,50	42,70	12 286	52,3	ДЕРЖАТЬ	6,5	4,9	51%	1,1	116%	4,0	27%
Норильский Никель	16,40	17,61	28 837	258,7	ПРОДАВАТЬ	5,9	3,8	50%	1,6	-19%	5,3	-37%
Петропавловск	9,94	16,68	1 867	10,8	ПОКУПАТЬ	6,5	4,6	1390%	1,0	113%	4,4	-2%
Фосагро	10,90	15,05	3 482	1,2	ПОКУПАТЬ	5,1	3,9	-	2,5	38%	3,9	-17%
Полиметалл	16,40	24,58	5 928	13,0	ПОКУПАТЬ	11,2	8,3	112%	3,4	103%	5,2	56%
Polyus Gold International	3,01	4,02	8 337	0,5	ДЕРЖАТЬ	10,7	7,5	138%	2,2	-53%	6,5	11%
Распадская	3,00	3,22	2 346	15,8	ПОКУПАТЬ	9,1	4,8	5%	1,3	-37%	4,0	24%
Северсталь	12,84	23,70	12 939	75,6	ПОКУПАТЬ	5,8	4,1	64%	1,4	91%	3,6	13%
ОК РУСАЛ	0,74	1,09	11 267	7,1	ПОКУПАТЬ	18,0	4,4	-37%	0,8	482%	3,7	19%
Уралкалий	37,34	47,15	15 865	117,8	ДЕРЖАТЬ	13,4	9,1	118%	14,8	122%	4,6	54%
Россия	-	-	143 668	628,9	-	7,0	4,6	44%	1,3	110%	4,0	10%
EM	-	-	-	-	-	7,6	5,0	28%	1,4	95%	4,5	8%
DM	-	-	-	-	-	8,6	5,0	28%	1,6	81%	4,4	9%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Банки. Осторожный оптимизм

ЗАВИСИМОСТЬ ОТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Безусловно, российские банки зависят от состояния мировой экономики, чутко реагируя на динамику операционных показателей и платежеспособности компаний реального сектора, в особенности экспортеров. Определенную защиту обеспечивает связь банков с внутренним спросом через компании и отрасли, ориентированные на внутренний рынок, и – шире – через малый и средний бизнес и розничный сегмент. Пожалуй, сильнее прочих от состояния мировой экономики зависят крупнейшие банки – Сбербанк и ВТБ, т. к. они работают с ведущими сырьевыми компаниями России, хотя доля непосредственно торговых, металлургических и горнодобывающих предприятий, а также компаний нефтегазового и электроэнергетического секторов в их кредитных портфелях составляет лишь около 25%. Менее крупные частные банки, такие как Банк “Возрождение” (ставящий акцент на кредитовании населения и малого и среднего бизнеса) и Банк “Санкт-Петербург” (кредитующий в основном компании средней капитализации, а также компании, занимающиеся строительством инфраструктурных объектов в Ленинградской области), меньше зависят от сырьевого цикла, но в случае резкого снижения цен на нефть пострадают все.

Сбербанк и прочие банки ощутят неблагоприятные последствия снижения цены на нефть, которое может произойти в случае замедления мирового экономического роста, в виде уменьшения спроса на кредитные средства (а в случае ослабления склонности к риску – и их предложения) и ухудшения качества активов. Причиной этого станет сокращение денежных потоков компаний. В случае ухудшения ситуации на рынках капитала еще одним источником беспокойства станут убытки от торговых операций с ценными бумагами. Кроме того, банки следят за тем, как долговой кризис в еврозоне влияет на фондирование и ликвидность. Таким образом, чем негативнее сценарий развития событий, тем в более затруднительном положении окажутся те банки, которые сильно зависят от внешних рынков капитала и МБК. По-видимому, лучше всего будет банкам, в пассивах которых выше доля розничных депозитов – исключая совершенно плачевную ситуацию, в которой частные вкладчики начнут забирать свои деньги (сейчас это представляется нам очень маловероятным). На рынке акций тесно взаимосвязаны с ценой нефти бумаги Сбербанка – они самые ликвидные на российском фондовом рынке и являются ставкой на всю экономику страны. Таким образом, снижение цен на нефть вследствие ухудшения перспектив мировой экономики – главная опасность для котировок акций Сбербанка, а также его операционных показателей.

ОЖИДАЕМЫЕ ОТРАСЛЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

С учетом ожидаемого сохранения хорошей макроэкономической ситуации (роста ВВП в 2012 году на уровне 4,0%, умеренного бюджетного дефицита и профицита счета текущих операций, стабильной инфляции на отметке в 6,0% и высокого внутреннего спроса с ростом инвестиций на 5,0% и объемов потребления на 4,5%) наш базовый сценарий роста банковского сектора весьма оптимистичен. Благодаря ужесточению конкуренции за розничные депозиты посредством повышения процентных ставок, а также росту денежного предложения на 20%, объем депозитов будет увеличиваться на 15–20%, а рост объемов кредитования составит 15%. Сегмент кредитования, как и в 2011 году, будет расти в основном за счет розничного кредитования, объемы которого, по прогнозам, увеличатся более чем на 20% (кредитование юрлиц вырастет на 12–15%).

Реальность может быть хуже, чем наш базовый сценарий, по трем основным причинам.

Во-первых, в 1П12 может быть затруднительной ситуация с ликвидностью. В начале года бюджет, по-видимому, будет профицитным, что типично после предновогоднего всплеска расходов. Формирование положительного сальдо бюджета будет способствовать стерилизации денежной массы, хотя этот эффект может нивелировать Минфин, могущий размещать избыточные средства на банковских счетах (как он делал этой осенью). Однако в последующие месяцы 2012 года могут возникнуть риски ликвидности, если бюджет станет дефицитным. Еще большее значение будет иметь то, каким образом правительство намерено финансировать этот дефицит. В отличие от 2009 года, когда использовались госрезервы (по сути, работал печатный станок), на этот раз дефицит будет финансироваться путем размещения гособлигаций. Без поддержки Минфина могут возникнуть проблемы с ликвидностью, особенно с учетом того, что ЦБ сейчас предоставляет посредством операций РЕПО очень краткосрочное финансирование. Массированное размещение гособлигаций “выдавит” с рынка часть корпоративных заемщиков и приведет к повышению ставок денежного рынка. На каком-то этапе банки смогут использовать суверенные облигации в качестве обеспечения по сделкам РЕПО с ЦБ. По-видимому, в первую очередь эта возможность будет благоприятной для Сбербанка – основного держателя ОФЗ. В случае возникновения дефицита ликвидности в более выгодном положении окажутся банки, фондирующие себя главным образом за счет депозитов.

Вторая опасность, которая может появиться в следующем году, – снижение маржи: процентные ставки в реальном выражении становятся положительными и стоимость фондирования растет, а при сравнительно низкой инфляции банкам труднее повышать ставки по кредитам. Однако, принимая во внимание множество переменных, это по-разному повлияет на разные банки. В краткосрочной перспективе в условиях повышения стоимости МБК и привлечения средств на внешних рынках в лучшем положении находятся банки, полагающиеся в части фондирования на розничные депозиты, причем повышение ставок по вкладам не сразу отразится на балансовых показателях. Банки постараются смягчить неблагоприятное воздействие растущей стоимости фондирования посредством улучшения структуры активов и повышения их доходности, чему может помочь ускорение роста кредитных портфелей. Таким образом, стоит обратить внимание на банки с низким отношением кредитов к депозитам (Сбербанк и Банк “Возрождение”). Вместе с тем благодаря наращиванию портфеля розничных кредитов можно повысить доходность ссудного портфеля в целом (самый быстрый рост в этом сегменте у Банка “Возрождение” и НОМОС-Банка). Конечно, не менее важна будет и структура источников фондирования. Банки с хорошим уровнем капитала смогут стимулировать рост за счет увеличения доли рискованных активов (здесь с большим отрывом лидирует Сбербанк; в наихудшем положении ВТБ). Чувствительнее всего к колебаниям процентных ставок и конкуренции, особенно в условиях ограниченной ликвидности, может быть сегмент корпоративных депозитов, на долю которых приходится более 40% пассивов ВТБ и Банка “Санкт-Петербург”. В случае ухудшения ситуации с фондированием дополнительный риск будет создавать высокая доля МБК в структуре капитала банков (это особенно актуально для НОМОС-Банка). Мы высоко оцениваем структуру фондирования Сбербанка (на долю розничных депозитов приходится 64% фондирования) и Банка “Возрождение” (55%).

Третий риск – ухудшение качества активов и увеличение отчислений в резервы. Пока ухудшения активов не наблюдается, а стоимость риска в будущем году может снизиться благодаря дальнейшему высвобождению резервов. Коэффициент покрытия нефункционирующих кредитов сравнительно высок (ниже всего он у ВТБ, но и в его случае превышает 100%). Со времени прошлого кризиса темп увеличения кредитных портфелей был умеренным (быстрее всего это делал НОМОС-Банк). В случае ухудшения экономической ситуации реструктурированные кредиты могут оказаться под давлением. Здесь большое значение имеет не только абсолютный показатель, но и динамика денежных потоков (например, с этой точки зрения

ВТБ выглядит хуже, чем Сбербанк) и структуры кредитных портфелей (у НОМОС-Банка и Банка "Санкт-Петербург" выше всего доля кредитов, выданных девелоперам, строительным компаниям и финансовым организациям). По нашему мнению, легче всех возможное повышение стоимости риска в следующем году переживет Сбербанк – с точки зрения как прибыли, так и структуры капитала. Даже если стоимость риска составит, скажем, 5%, Сбербанк все равно останется рентабельным, тогда как ВТБ, по нашей оценке, получит свыше \$1 млрд. убытка, а его коэффициент достаточности капитала первого уровня опустится ниже 8%.

ДОПУЩЕНИЯ В ОСНОВЕ ПРОГНОЗОВ

По нашим предположениям, в 2012 году объем кредитования в России будет увеличиваться на 15–20%. Маржа Сбербанка останется стабильной, а у других банков немного снизится. Стоимость риска будет разной у разных банков, но в целом удержится на уровнях 2011 года (у Сбербанка она чуть повысится, т. к. в 2011 году он делал очень небольшие отчисления в резервы). При этом Сбербанк по-прежнему с большим отрывом опережает остальных по уровню рентабельности: наш прогноз его дохода на средний капитал – выше 20%, тогда как у других банков – 14–16%.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

При усилении склонности инвесторов к риску

- **Сбербанк.** В случае увеличения инвесторами позиций по рискованным активам акции банков должны быть лучше рынка, а лидером роста будет Сбербанк – у него непревзойденное финансовое положение, наивысшая рентабельность и хорошая структура капитала.
- **ВТБ.** Сохраняется неопределенность относительно того, как банк собирается завершить два масштабных интеграционных проекта, а также в части финансового положения и масштаба снижения прибыли от инвестиционных операций. Как бы то ни было, в условиях наращивания инвесторами позиций по рискованным активам, восстановления рынка и улучшения перспектив роста рыночная стоимость ВТБ может увеличиться.
- **Банк "Возрождение"** – наряду со Сбербанком, пожалуй, единственный банк, осуществляющий фондирование в основном за счет розничных депозитов, имеющий прочное финансовое положение и слабо зависящий от финансирования на внешнем рынке. Акции Возрождения – наш выбор в сегменте менее ликвидных бумаг.

При ослаблении склонности инвесторов к риску

- **Привилегированные акции Сбербанка.** В случае избавления инвесторов от рискованных активов банки будут котироваться хуже рынка, но привилегированные акции Сбербанка обеспечивают некоторую дивидендную доходность.

Andrew_Keeley@troika.ru

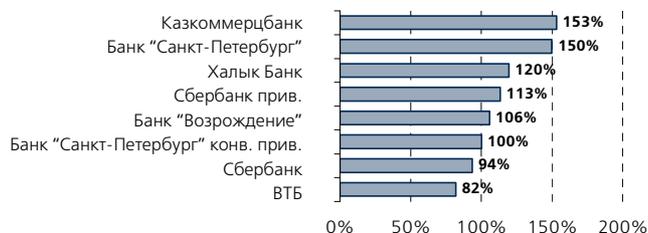
Банки. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

P/BV – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит. \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о				2012о			
						P/E	EPS, г/г	P/BV	ROE	P/E	EPS, г/г	P/BV	ROE
Сбербанк	2,45	4,74	54 783	2 081,6	ПОКУПАТЬ	5,5	69%	1,2	22%	4,9	12%	1,0	21%
ВТБ	4,09	7,44	21 387	150,4	ДЕРЖАТЬ	7,7	45%	0,9	12%	5,4	43%	0,8	15%
Халык Банк	5,70	12,52	1 915	0,9	ПОКУПАТЬ	7,2	35%	0,9	12%	4,8	52%	0,7	15%
Банк "Санкт-Петербург"	2,61	6,52	955	0,4	ПОКУПАТЬ	3,8	85%	0,8	20%	3,3	17%	0,6	19%
Банк "Возрождение"	22,21	45,72	539	0,2	ПОКУПАТЬ	9,0	223%	0,8	9%	4,3	110%	0,7	16%
Казкоммерцбанк	3,00	7,60	1 294	0,2	ПОКУПАТЬ	8,5	6%	0,4	5%	4,0	115%	0,4	9%
СНГ	-	-	80 874	2 233,7	-	5,9	62%	1,1	18%	4,9	21%	0,9	19%
EM	-	-	-	-	-	6,9	25%	1,3	19%	6,0	14%	1,1	19%
DM	-	-	-	-	-	9,5	10%	0,6	6%	7,7	14%	0,5	7%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Телекоммуникации. Отраслевые тенденции важнее макроэкономических

ЗАВИСИМОСТЬ ОТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

По распространенному мнению, на состояние телекоммуникационного сектора слабо влияет не только ситуация на мировых рынках, но и тенденции в экономике страны, т. к. считается, что услуги связи, особенно голосовой, превратились в “товар первой необходимости”, расходы на который потребители будут сокращать едва ли не в последнюю очередь. Мы полагаем, что акции операторов связи действительно можно отнести к числу защитных инструментов в периоды повышенной рыночной неопределенности, однако их нельзя считать неуязвимыми в условиях дефицита ликвидности и резких колебаний обменных курсов.

ОЖИДАЕМЫЕ ОТРАСЛЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

В 2012 году мы ожидаем от российских операторов более рационального рыночного поведения, в первую очередь в виде прекращения погони за новыми абонентами и переноса акцентов с привлечения клиентов на их удержание. Это едва ли будет способствовать увеличению выручки от голосовой связи, зато позволит повысить рентабельность. Основным же двигателем роста выручки мы, как и ранее, считаем увеличение объема услуг передачи данных.

Широко обсуждаемые аукционы по распределению частот для сотовой связи четвертого поколения должны пройти уже в будущем году, но в связи с необходимостью проведения рефарминга (“очистки”) частот, развертывание сетей 4G в России, вероятно, начнется не ранее 2013 года. Впрочем, судя по величине текущего спроса, операторы еще не исчерпали потенциал роста бизнеса за счет услуг 3G.

Важный шаг, которого рынок ожидает от российских операторов мобильной связи, – переход к совместному использованию сетей, что позволит уменьшить эксплуатационные и капитальные расходы. Однако пока неясно, готовы ли они к такому сотрудничеству, знаменующему собой новый этап развития отрасли, в рамках которого участники рынка конкурируют уже не в широте охвата, надежности и иных характеристиках своих сетей, а в разнообразии и качестве предлагаемых абонентам услуг. По крайней мере, до сих пор проекты, предусматривавшие совместное использование сетей и базовых станций, носили случайный, единичный характер.

ОСНОВНЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

По нашим прогнозам, выручка от оказания голосовых услуг в 2012 году изменится мало: не поможет даже увеличение внутрисетевого трафика, к которому операторы сейчас прилагают столько усилий. Тем не менее увеличение доли внутрисетевых вызовов позволит сократить расходы на межоператорские соединения, что, наряду с ростом потребления высокодоходных услуг передачи данных, станет фактором повышения рентабельности. Таким образом, несмотря на всего лишь 8%-й рост выручки, операторы смогут повысить маржу, если принесут плоды их инициативы, направленные на увеличение трафика данных и внутрисетевого голосового трафика. Уменьшения капиталоемкости мы не ожидаем.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

При ослаблении склонности инвесторов к риску

- **МТС.** Глядя на динамику акций МТС, трудно поверить, что акции телекоммуникационных компаний – это защитные инструменты. Однако следует иметь в виду, что причиной удру-

чающей динамики было усиление конкуренции, приведшее к ухудшению финансовых результатов компании. Между тем начавшееся улучшение этих показателей может убедить рынок, что нисходящая тенденция переломлена, и тогда мультипликаторы эмитента повысятся независимо от экономической ситуации.

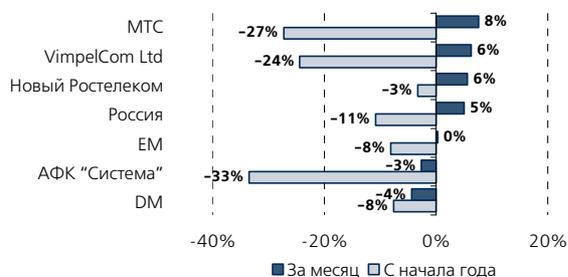
При усилении склонности инвесторов к риску

- **МТС.** Поскольку телекоммуникационные компании все же считаются устойчивыми к ухудшению макроэкономической конъюнктуры, мы ожидаем, что при ослаблении отрицательного влияния специфических отраслевых факторов акции МТС выйдут на новый уровень оценки, какова бы ни была макроэкономическая обстановка. Таким образом, мы отдаем МТС предпочтение в условиях как увеличения, так и уменьшения склонности инвесторов к риску.

Anna_Lepetukhina@troika.ru, Yana_Kuznetsova@troika.ru

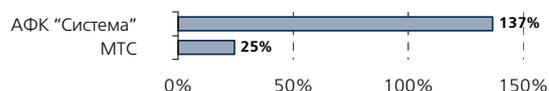
Телекоммуникации. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/ЕБИТДА – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о				2012о		
						P/E	EV/ЕБИТДА	EPS, г/г	P/BV	Чист. долг/ЕБИТДА	EV/ЕБИТДА	EPS, г/г
МТС	15,18	18,90	14 353	55,0	ПОКУПАТЬ	10,9	4,3	-4%	3,8	136%	3,9	9%
Новый Ростелеком	4,98	-	15 406	38,7	-	15,2	5,0	-5%	1,8	99%	4,6	7%
VimpelCom Ltd	11,37	-	16 273	32,1	-	7,0	3,5	16%	1,4	51%	3,0	10%
АФК "Система"	16,590	39,287	7 769	13,8	ПОКУПАТЬ	15,8	3,5	-47%	1,6	107%	3,6	98%
Россия	-	-	66 544	181,3	-	8,9	3,8	31%	1,6	83%	3,3	16%
EM	-	-	-	-	-	11,6	4,3	3%	1,9	76%	4,0	13%
DM	-	-	-	-	-	11,0	4,5	0%	1,4	126%	4,2	6%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Потребительский сектор. После бури

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Экономический фон в ЗК11 в целом благоприятствовал компаниям потребительского сектора. Уровень безработицы в октябре составил 6,4%, что в целом сопоставимо со средним докризисным показателем. Годовой рост заработной платы в номинальном выражении ускорился с 9,1% в январе до 11,3% в октябре, способствуя нивелированию эффекта продуктовой инфляции, которая в течение этого же периода замедлилась с 14,2% до 6,2%. Рост доходов населения в реальном выражении перестал быть отрицательным в июне, когда благодаря хорошему урожаю снизились цены на продовольственные товары. По нашему мнению, основная причина, по которой рост зарплат в 1П11 не поспедал за инфляцией, – это повышение ставки по страховым взносам, которое отрицательно повлияло на динамику операционных расходов компаний (наряду с 6%-м ростом зарплат).

Также стоит отметить, что индексация зарплат и социальных выплат госслужащим не была существенной, вопреки первоначальным планам реализовывать более щедрую бюджетную политику в преддверии выборов. В реальности зарплат за июнь – октябрь выросли на 6,5%, что соответствует годовому росту на уровне 5,5%. Пенсии увеличились на 8,8%. Между тем основные повышения запланированы на 2012 год, когда расходы бюджета на выплату зарплат, по словам министра финансов, должны увеличиться в общей сложности на 27,6%. Итак, если эти планы будут реализованы хотя бы частично, то в 2012 году мы можем увидеть ускорение роста зарплат.

С начала года оборот розничной торговли в номинальном выражении рос быстрее номинальной заработной платы (в среднем соответственно на 15,7% и 11,3%). В первую очередь это объясняется хорошей динамикой непродуктового сегмента, где увеличение объемов розничного кредитования и эффект прошлогодней низкой базы сравнения помогли добиться годового роста на уровне 16,9% (в номинальном выражении). Особенно значительный прирост наблюдался в автомобильном сегменте (за 9М11 – 45% с уровня годичной давности). С января по июль рубль укрепился на 12%, что также поддержало показатели сектора: импортные товары стали доступнее в относительном выражении. Недавнее снижение курса рубля до январского уровня никак не сказалось на обороте непродуктовой розницы, рост которой ускорился с 13,3% в январе до 18,4% в октябре.

Рост оборота продуктовой розничной торговли, напротив, замедлился с максимального уровня в 16,9% в феврале до 12,9% в октябре. Продуктовая инфляция в начале года достигла 14,2%, что, конечно, отрицательно повлияло на динамику доходов населения и в 1П11 ограничило рост оборота продуктовой розницы до 1,2% в реальном выражении. Однако в ЗК11, как только цены на продукты скорректировались, ситуация начала выправляться: несмотря на номинальное замедление, прирост оборота продуктовой розничной торговли ускорился с 0,3% в январе до 6,3% в октябре (в реальном выражении). Мы полагаем, что эта тенденция сохранится в 4К11, когда увеличению оборота розничной торговли будет дополнительно способствовать эффект низкой базы сравнения в условиях ограниченного роста цен.

Тем не менее эти позитивные тренды контрастировали с разочаровывающими операционными результатами компаний: у ведущих розничных сетей резко замедлился рост выручки на фоне масштабного ухудшения динамики сопоставимых продаж. Внимательно проанализировав ситуацию, мы пришли к выводу, что это противоречие было вызвано рядом факторов, в том числе эффектом необычайно высокой базы сравнения 2010 года, замедлением продук-

товой инфляции и, в меньшей степени, эффектом “каннибализации”. В итоге мы не считаем недавнюю слабую динамику показателей ритейлеров признаком неблагоприятных структурных изменений в рамках всей отрасли. Мы полагаем, что эффект базы сравнения и инфляционное давление к концу 2011 года ослабнут, а возобновление роста оборота продуктовой розницы (в реальном выражении) смягчит отрицательное воздействие “каннибализации”.

СТРАТЕГИЯ

Мы не видим мощных внешних факторов, которые могут отрицательно повлиять на динамику отрасли в 2012 году, и потому оптимистично оцениваем долгосрочные перспективы розничных сетей. Мы полагаем, что за макроэкономической стабилизацией последует рост сектора в целом, тогда как замедление инфляции должно способствовать нормализации темпов роста сопоставимых продаж (хотя они и будут оставаться ниже отметки 1П11) и оказывать поддержку рентабельности. Ускоренный рост потребления в реальном выражении должен сопровождаться изменением потребительских предпочтений в пользу более дорогих товаров, а это, в свою очередь, должно поддержать валовую рентабельность ритейлеров. Мы также полагаем, что операционные расходы в расчете на один магазин будут расти медленнее, чем выручка, что поможет восстановить рентабельность по EBITDA. Первым признаком намечающегося тренда может быть повышение рентабельности по EBITDA за 3К11, о котором недавно отчитался Магнит.

Наконец, на наш взгляд, есть дополнительный источник потенциала роста – возможное снижение расходов по страховым отчислениям во внебюджетные социальные фонды. Для розничных сетей это будет безусловным благом: по нашим приблизительным подсчетам, введение ставки выплат на уровне 30% (вместо нынешних 34%) при прочих равных условиях поможет сэкономить в 2012 году около 0,20–0,25% выручки. Эти инициативы еще окончательно не согласованы, и мы не учитываем их в наших прогнозах. Однако даже если эту налоговую льготу не утвердят, мы не прогнозируем возникновения дополнительного отрицательного давления на финансовые показатели ритейлеров. Кроме того, есть вероятность роста доходов населения: нынешний низкий уровень безработицы может сподвигнуть компании на повышение зарплат, что будет легче предпринять в отсутствие дополнительного налогового бремени.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- **X5 Retail Group.** Несмотря на разочаровывающие операционные показатели за 3К11 и понижение прогноза роста выручки на 2011 год с 40% до 35%, мы по-прежнему оптимистично оцениваем перспективы компании. По нашему мнению, основная причина замедления роста выручки – эффект высокой базы сравнения за 2010 год. Мы подтверждаем долгосрочный позитивный взгляд на эту бумагу, обращая особое внимание на темп органического роста, ускорению которого в 2012 году должна способствовать синергия от консолидации Копейки. За период с 1 августа котировки акций компании обвалились на 46%. В итоге значение коэффициента “стоимость предприятия / EBITDA 2012о” снизилось до 6,5, что соответствует 49%-му дисконту к аналогам с развивающихся рынков, хотя у российской компании гораздо лучше перспективы роста.
- **Магнит.** Как и прежде, мы с оптимизмом оцениваем перспективы Магнита, который сохраняет наиболее высокие темпы роста в списке освещаемых нами розничных сетей. По нашим предположениям, в 4К11 рост выручки продолжит замедляться, но рентабельность останется высокой, поскольку в силу сезонных факторов она в четвертом квартале года лучше всего. Мы считаем, что со следующего года темпы роста выручки сети снова увеличатся. Значение коэффициента “стоимость предприятия / EBITDA” на 12-месячную перспективу у Магнита равно 9,9, что соответствует 22%-му дисконту к аналогам с развивающихся рын-

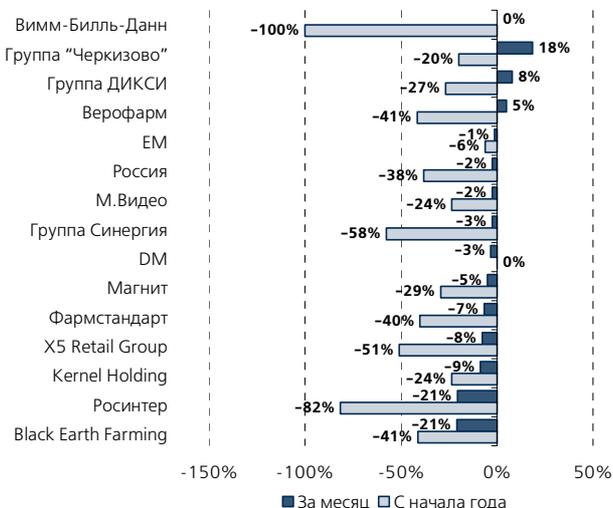
ков. При этом мы полагаем, что в 2011–2013 годах средний годовой рост EBITDA сети будет на 11 п. п. больше, чем у других розничных сетей с развивающихся рынков.

- **Группа ДИКСИ.** После публикации сильных результатов за 1П11, которые указывают на достойный темп роста и высокую рентабельность и магазинов “Дикси”, и сети “Виктория”, мы начали более позитивно оценивать перспективы этой компании. К концу 2011 года должна заработать единая система закупок, при этом основной синергетический эффект начнет ощущаться уже в следующем году. ДИКСИ – самая дешевая ставка на российскую продуктовую розницу: коэффициент “стоимость предприятия / EBITDA 2012о” (5,0) на 61% ниже, чем у аналогов с развивающихся рынков.
- **М.Видео.** Несмотря на замедление роста выручки в 3К11 (главным образом из-за высокой базы сравнения с уровнем годичной давности), компания с начала года показывает воодушевляющую динамику, сочетая стабильный темп расширения сети с уверенным ростом финансовых результатов. Хотя эффект высокой базы, вероятно, сохранится в 4К11, это не должно существенно повлиять на рентабельность М.Видео по итогам 2П11. Компания оговаривает с поставщиками целевой уровень рентабельности, что во многом защищает ее от рисков изменения валютных курсов и дефляции, типичных для рынка бытовой электроники.

*Mikhail_Krasnoperov@troika.ru, Georgy_Tarakanov@troika.ru,
Artur_Galimov@troika.ru, Maria_Sukhanova@troika.ru*

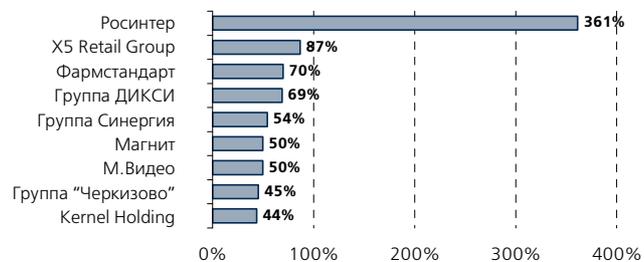
Потребительский сектор. Основные показатели

Динамика акций



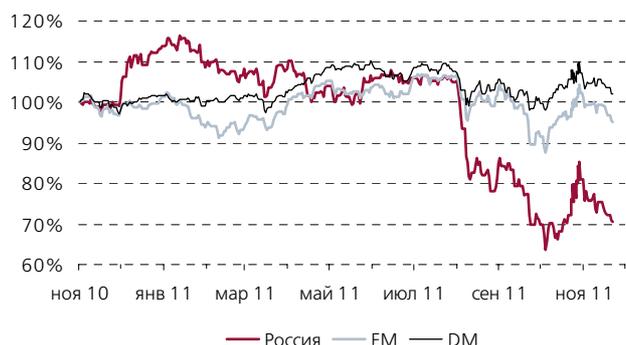
Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/EBITDA – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/EBITDA	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г / г
Магнит	20,69	31,00	9 204	34,0	ПОКУПАТЬ	25,8	12,9	7%	4,6	211%	9,9	32%
X5 Retail Group	22,70	42,40	6 165	20,9	ПОКУПАТЬ	24,9	9,0	-9%	2,9	317%	6,5	88%
CEDC	3,22	-	227	14,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Kernel Holding	19,24	27,64	1 533	1,8	ДЕРЖАТЬ	7,0	6,4	24%	1,5	94%	4,8	33%
Фармстандарт	17,07	29,00	2 581	1,5	ПОКУПАТЬ	8,5	6,0	28%	2,5	-44%	5,2	3%
Группа ДИКСИ	9,48	16,00	815	0,9	ПОКУПАТЬ	24,7	6,8	289%	1,3	296%	5,0	40%
М.Видео	6,68	10,00	1 200	0,5	ПОКУПАТЬ	13,7	5,5	20%	3,0	-85%	4,5	22%
Группа "Черкизово"	14,44	21,00	933	0,4	ПОКУПАТЬ	4,5	7,7	-5%	0,8	385%	6,2	42%
Группа Синергия	20,29	31,30	372	0,3	ПОКУПАТЬ	8,6	5,1	22%	1,0	168%	4,1	32%
Росинтер	4,33	20,00	71	0,3	ПОКУПАТЬ	18,2	4,6	-54%	1,4	189%	3,0	168%
Black Earth Farming	2,31	-	286	0,2	-	отр.	15,4	-	1,2	45%	4,8	-
Верофарм	29,19	-	292	0,2	-	7,9	4,0	6%	1,2	-83%	3,3	7%
Россия	-	-	35 834	102,9	-	14,5	7,8	9%	2,3	124%	6,3	27%
EM	-	-	-	-	-	16,5	9,5	5%	2,7	74%	8,1	18%
DM	-	-	-	-	-	13,3	7,5	6%	2,2	93%	6,9	7%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Электроэнергетика. Зависима, но не полностью

ЗАВИСИМОСТЬ ОТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Если мировая экономика окажется в состоянии даже небольшой рецессии, это негативно скажется на промышленном производстве в России (в частности, на металлургическом секторе, потребляющем много электроэнергии). Это, в свою очередь, приведет к сокращению потребления электроэнергии в стране, и в результате нерегулируемые цены на нее снизятся, как уже было в 2009 году.

В 2009 году потребление электроэнергии в России уменьшилось на 4,6%, а выработка – на 4,8%. Производство электроэнергии на ТЭС сократилось на 9,3%, а на ГЭС и АЭС – соответственно на 6,6% и 0,6%. Выработка электричества на собственных электростанциях производственных предприятий сократилась на 2,7%.

Ключевой фактор, определяющий динамику нерегулируемых цен на электроэнергию, – объемы ее потребления. Во время кризиса, когда потребление электроэнергии в годовом выражении начало уменьшаться (начиная с ноября 2008 года), нерегулируемые цены в ценовой зоне Европы и Урала оказались под давлением (по сравнению с ценами годичной давности). В ноябре 2009 года потребление электроэнергии увеличилось (впервые с октября 2008 года), и нерегулируемые цены отреагировали на это ростом в годовом выражении. В 2009 году нерегулируемая цена на электроэнергию в ценовой зоне Европы и Урала в среднем снизилась на 6%, а в ценовой зоне Сибири – на 14%. В 2010 году, напротив, нерегулируемые цены в этих двух ценовых зонах повысились соответственно на 32% и 17% на фоне растущего потребления (на 4,3%). Совокупная выработка электроэнергии увеличилась на 4,4% с уровня годичной давности. Производство электроэнергии на ТЭС и АЭС выросло соответственно на 7,6% и 4,2%, а на ГЭС, напротив, сократилось на 4,8%.

В определенной мере сокращение потребления сказалось и на производстве тепла (на долю которого приходится 30–50% выручки ТГК), однако не столь сильно, т. к. в промышленности тепло (пар) используется частично, а главный потребитель – население. В связи с этим сокращение промышленного производства не окажет заметного воздействия на выработку тепловой энергии. Тарифы на тепло полностью контролируются регулирующими органами, а потому не будут напрямую зависеть от тенденций в мировой экономике.

Что касается экспорта электроэнергии (где основным игроком является Интер РАО ЕЭС), то объемы его сравнительно малы, так что их влияние на положение российских энергокомпаний в целом незначительно.

Если темп роста мировой экономики будет оставаться низким, без признаков рецессии, то, по нашему мнению, не будет заметного снижения ни спроса на электроэнергию в России, ни свободных цен на нее. Динамика цен по-прежнему будет в основном зависеть от роста стоимости энергоносителей.

ОЖИДАЕМЫЙ ОТРАСЛЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Среди оптовых генерирующих компаний наиболее сильное сокращение объемов выработки электроэнергии в 2009 году наблюдалось у ОГК-1 (на 16%), ОГК-2 (на 14%, исходя из консолидированной проформы данных совместно с ОГК-6) и ОГК-3 (на 13%). При этом в среднем производство электроэнергии у ОГК уменьшилось на 11%. Когда началось восстановле-

ние, именно эти компании показали в 2010 году самый высокий рост производства – почти на 22% в годовом выражении у ОГК-1, на 8% у ОГК-2 (данные проформа, консолидированные с ОГК-6) и на 9% у ОГК-3. Выработка ЭнеЛ ОГК-5 увеличилась на 9% с уровня годичной давности. Объемы производства РусГидро в целом не должны пострадать, т. к. Системный оператор обеспечивает их приоритетной загрузкой (электроэнергия ГЭС дешевле всего).

Динамика нерегулируемых цен особенно важна для генкомпаний (ОГК, ТГК, РусГидро и Интер РАО ЕЭС), поскольку всю вырабатываемую электроэнергию они продают промышленным потребителям по нерегулируемым ценам. Розничным потребителям она поставляется по регулируемым тарифам. Значительную часть выручки генкомпаний составляют поступления от продажи мощности (в среднем 20–30% у ОГК и 35–40% у РусГидро за вычетом сбытового бизнеса), причем цены на уже существующие мощности также в сущности регулируются, а на мощность новых энергоблоков в рамках ДПМ – оговариваются заранее. Поэтому изменение мировой экономической конъюнктуры непосредственно не отразится на этих ценах. По нашим оценкам, на долю продаж в либерализованном сегменте рынка будет приходиться 50–60% будущей выручки ОГК (и около 60% выручки РусГидро за вычетом сбытового бизнеса), и динамика этой доли выручки будет зависеть от изменений в мировой экономике.

ФСК ЕЭС и МРСК – естественные монополии: они останутся под полным контролем государства. И ФСК ЕЭС, и большинство филиалов МРСК работают в соответствии с правилами регулирования тарифов по методологии регулируемой базы капитала (RAB). Однако тариф ФСК ЕЭС на передачу электроэнергии по магистральным сетям рассчитывается исходя из заявленной мощности, а тарифы МРСК за транспортировку электроэнергии по распределительным сетям рассчитываются на основе прогнозного объема передаваемой электроэнергии. Это значит, что замедление роста мировой экономики в целом никак не отразится на динамике выручки ФСК ЕЭС (объем заявленной мощности останется прежним), а как МРСК могут потерять часть выручки, поскольку фактический объем потребляемой электроэнергии будет меньше прогнозируемого регулятором. В будущем эти выпадающие доходы должны быть компенсированы, но есть риск, что выплата компенсации будет отложена или ее размер будет уменьшен.

Основной катализатор роста стоимости энергокомпаний и фактор риска прежний – законодательно-регуляторная база и позиция правительства в отношении допустимого роста цен на электроэнергию в будущем. Правительство уже утвердило рост тарифов на 2012 год, т. е. неопределенность в вопросах регулирования частично снизилась. Мы полагаем, что большинство решений о тарифах отдельных компаний и поправок в регуляторной базе будет принято до конца 2011 года или в 1К12. По нашему мнению, как только завершатся президентские выборы, давление на сектор (в том числе в части ценообразования) ослабнет, что позволит энергокомпаниям привлекать достаточно инвестиционных средств и продолжить реализацию планов приватизации. В конечном итоге правительство в долгосрочной перспективе должно принимать сбалансированные решения в отношении электроэнергетической отрасли.

ОСНОВНЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

В наших моделях ОГК и ТГК мы исходим из предположения, что рост выработки электроэнергии в 2012 году будет умеренным, а нерегулируемые цены в ценовой зоне Европы и Урала поднимутся на 7,1% (т. е. так же, как в среднем повысится внутренняя цена на газ для промышленных потребителей), а в ценовой зоне Сибири – на 6,7%.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

С точки зрения объемов выработки электроэнергии в относительно лучших условиях должны оказаться самые эффективные генкомпании, такие как Э.ОН Россия и РусГидро, однако на всех генкомпаниях неблагоприятно скажется снижение нерегулируемых цен.

При усилении склонности инвесторов к риску

- **Планы приватизации.** Если не будет рецессии, велика вероятность начала приватизации МРСК в 2012 году, что послужит мощным катализатором роста стоимости этих компаний. Также возрастут шансы успешной приватизации миноритарных долей в ФСК ЕЭС и РусГидро, что будет благоприятно для котировок акций этих компаний.

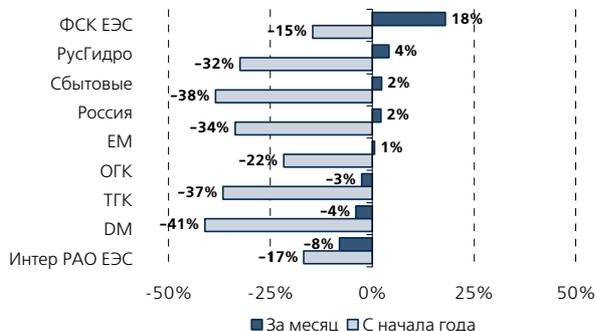
При ослаблении склонности инвесторов к риску

- **ФСК ЕЭС.** Значение коэффициента “стоимость предприятия / RAB” у компании равно 0,45. Согласно нашим ожиданиям, ключевые параметры RAB-регулируемого для ФСК ЕЭС не изменятся, хотя они выше, чем для Холдинга МРСК. Отметим, что параметры RAB-регулируемого МРСК остаются под угрозой. Кроме того, рецессия не должна отрицательно повлиять на динамику выручки ФСК, а у МРСК она вызовет некоторое выпадение доходов.
- **Э.ОН Россия.** По нашим оценкам, снижение цен на электроэнергию окажет меньшее воздействие на динамику чистой прибыли Э.ОН Россия. Эта бумага – одна из наиболее защищенных в секторе российской электроэнергетики, и в условиях мировой рецессии представляется относительно безопасным вложением. Кроме того, Э.ОН Россия и Энел ОГК-5 могут начать в 2012 году выплачивать дивиденды. Объемы выработки электроэнергии ОГК-1, ОГК-2 и ОГК-3 могут снизиться несколько сильнее.

Alexander_Kotikov@troika.ru, Andrey_Trufanov@troika.ru

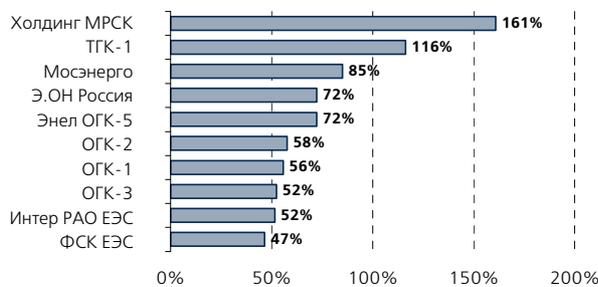
Электроэнергетика. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/EBITDA – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/EBITDA	EPS, г/г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г/г
РусГидро	0,0364	0,0640	11 654	36,7	ПОКУПАТЬ	9,4	5,2	-8%	0,6	-7%	4,6	-2%
ФСК ЭЭС	0,01025	0,01503	12 646	24,9	ПОКУПАТЬ	8,8	3,9	129%	0,4	-25%	4,3	-8%
Холдинг МРСК	0,093	0,241	3 909	20,6	ПОКУПАТЬ	14,5	3,6	-59%	0,3	228%	2,8	221%
Интер РАО ЭЭС	0,001	0,002	2 406	15,8	ДЕРЖАТЬ	88,2	8,4	33%	1,6	169%	5,4	75%
ОГК-2	0,028	0,044	914	7,9	ПОКУПАТЬ	6,1	3,9	72%	0,4	194%	4,5	-7%
Мосэнерго	0,062	0,114	2 445	4,1	ПОКУПАТЬ	6,9	2,4	23%	0,4	-56%	2,3	-6%
Э.ОН Россия	0,073	0,126	4 608	2,7	ПОКУПАТЬ	9,1	5,0	51%	1,3	-84%	4,0	19%
ОГК-1	0,026	0,040	2 130	2,5	ПОКУПАТЬ	7,1	4,8	105%	0,7	-106%	4,5	8%
МОЭСК	0,051	-	2 460	1,7	-	10,1	4,5	-50%	0,7	136%	2,9	95%
ТГК-1	0,000	0,001	1 249	0,8	ПОКУПАТЬ	5,5	4,6	-3%	0,5	215%	3,6	24%
ОГК-3	0,03	0,043	1 293	0,2	ПОКУПАТЬ	10,5	1,7	-	0,4	-656%	2,5	45%
Россия	-	-	68 011	123,3	-	10,0	4,4	18%	0,5	85%	3,8	30%
EM	-	-	-	-	-	11,5	6,7	1%	1,0	271%	6,0	16%
DM	-	-	-	-	-	12,0	6,3	-9%	1,1	335%	6,0	7%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Медиа и ИТ. Экономика, экономика и еще раз экономика

ЗАВИСИМОСТЬ ОТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Сектор СМИ – циклическая отрасль, ориентированная на внутренний рынок и зависящая от состояния экономики страны, т. к. поступления от размещения рекламы – основной источник выручки медиакомпаний – коррелируют с личным потреблением: в период экономического спада и сокращения потребления рекламодатели, как правило, урезают рекламные бюджеты, а когда экономика находится на подъеме, увеличивают их.

Однако не все сегменты медиарынка оказываются в одинаково трудном положении при ухудшении макроэкономической ситуации. В России почти половина рекламных бюджетов приходится на телерекламу, основными заказчиками которой – производители потребительских товаров, а они сокращают свои рекламные бюджеты значительно позднее прочих рекламодателей. Как следствие, телевизионный сегмент медийного рынка обладает повышенной устойчивостью в период спада. Наряду с ТВ рекламой отметим сегмент интернета: его растущая популярность как рекламной площадки обеспечивает ускоренный рост объемов онлайн-рекламы.

ОЖИДАЕМЫЕ ОТРАСЛЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Мы полагаем, что в России медиарынок развивается в целом так же, как в свое время в США и Западной Европе, но в силу местных факторов мы можем наблюдать некоторое отставание или отклонение от западного сценария. Интернет в России быстро набирает популярность: его аудитория увеличивается в среднем на 10% в месяц, и это только в городах с населением свыше 100 тыс. чел., а в менее крупных населенных пунктах темпы роста могут быть еще выше. Тем не менее телевидение все же продолжает пользоваться большой популярностью. Фрагментация телерынка уже началась, но идет очень медленно: пять ведущих телеканалов все еще собирают более 60% зрителей. Кабельное телевидение с растущим выбором платных телеканалов теснит эфирное телевидение – но тоже очень медленно (по-видимому, главным образом потому, что последнее практически бесплатно).

Мы полагаем, что сегодня на передний план выходит контент, в связи с чем компании, агрегирующие контент или развивающиеся в данном направлении, обладают большим конкурентным преимуществом. В свою очередь, способ передачи контента аудитории может меняться – как показывает переход от телевидения к интернет-вещанию. В конечном счете, по нашему мнению, победа достанется не тому или иному каналу дистрибуции, а контент-агрегаторам, владеющим правами на большие медиабibliotheki: они смогут транслировать свой контент по любому каналу.

ОСНОВНЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

Мы исходим из того, что в 2012 году рынок телерекламы в рублевом выражении увеличится, как и рекламный рынок в целом, на 15%. Однако пока ни одного рекламного контракта на следующий год не подписано, и эти предположения основываются лишь на макроэкономических прогнозах и нашем представлении динамике рекламного рынка по отношению к частному потреблению.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

При усилении склонности инвесторов к риску

- **Яндекс** фундаментально привлекателен, и мультипликаторы его акций должны повыситься: сетевой сегмент медиарынка менее всего восприимчив к влиянию отрицательных внешних факторов. Больше всего тревожит сокращение доли компании на поисковом рынке, но существенной опасности оно, на наш взгляд, не представляет, пока Яндекс остается лидером рынка контекстной рекламы. Недавнее падение рыночной стоимости эмитента, как мы полагаем, было отчасти обусловлено истечением срока моратория на продажу его акций: инвесторы опасаются возникновения избыточного предложения в том случае, если некоторые акционеры захотят продать свои доли.

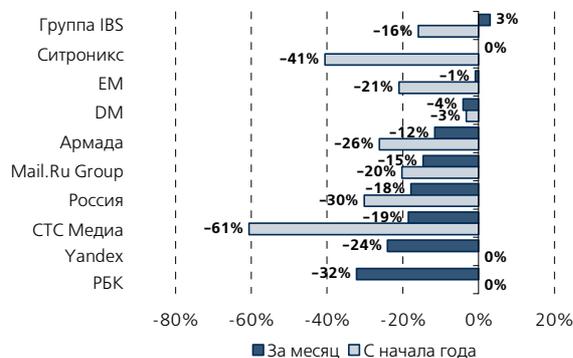
При ослаблении склонности инвесторов к риску

- **СТС Медиа:** по нашему мнению, акции компании сегодня представляют собой выгодную инвестицию, скорее долгосрочную. Благодаря высокому бета-коэффициенту, их мультипликаторы быстро увеличатся, как только в вопрос о рекламных бюджетах на 2012 год будет внесена некоторая ясность. Нельзя отрицать, что у компании есть трудности, однако все они, по нашему мнению, преодолимы и не должны заслонять таких ее достоинств, как хорошее состояние баланса и положительные свободные денежные потоки.

Anna_Lepetukhina@troika.ru, Yana_Kuznetsova@troika.ru

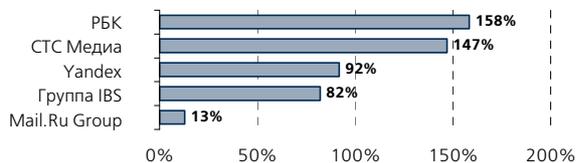
Информационные технологии и СМИ. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/EBITDA – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о				2012о		
						P/E	EV/EBITDA	EPS, г/г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г/г
Yandex	20,06	38,50	6 444	27,7	ПОКУПАТЬ	29,1	18,2	57%	6,4	-239%	11,2	62%
Mail.Ru Group	28,70	32,40	5 634	9,0	ДЕРЖАТЬ	39,2	27,1	-6%	3,4	-184%	20,1	30%
СТС Медиа	9,23	22,80	1 404	5,9	ПОКУПАТЬ	8,5	4,2	16%	1,6	-77%	3,5	17%
РБК	0,52	1,35	166	3,2	ДЕРЖАТЬ	62,0	13,9	-	отр.	641%	8,8	346%
Армада	8,95	-	107	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Группа IBS	21,41	39,00	493	0,1	ПОКУПАТЬ	16,3	9,7	-1%	2,9	44%	6,9	46%
Ситроникс	0,60	-	115	0,0	-	отр.	7,6	-	0,3	666%	6,1	-
Россия	-	-	15 675	46,7	-	27,7	14,4	46%	3,8	-29%	10,7	45%
EM	-	-	-	-	-	16,4	6,9	-14%	2,1	-1%	5,6	19%
DM	-	-	-	-	-	12,2	6,5	10%	2,4	-44%	5,8	11%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Транспорт. Возможность выбора

ЗАВИСИМОСТЬ ОТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Транспорт – хорошо диверсифицированный сектор, разделенный на ряд подсекторов (порты, железнодорожные операторы, авиакомпании и т. д.), которые по-разному реагируют на ситуацию в глобальной экономике. В российском транспортном секторе есть компании, которые могут выиграть или проиграть, в зависимости от того, как будут развиваться события в мире. Если экономика развитых стран по-прежнему будет медленно расти (как сейчас), макроэкономическая ситуация в России будет оставаться достаточно благоприятной, чтобы обеспечить высокий уровень потребительского доверия и рост потребления (в том числе импортных товаров). При таком сценарии выигрывают компании, результаты которых зависят от внутреннего спроса: в сегменте контейнерных перевозок к ним относятся Global Ports, FESCO и ТрансКонтейнер, а в авиаперевозках Аэрофлот – поскольку контейнерные перевозки и пассажирооборот традиционно коррелируют с ростом ВВП (соответствующие мультипликаторы составляют около 4,0 и 2,0). Если же рост мировой экономики затормозится и возникнет опасность рецессии, это негативно скажется на деятельности перечисленных компаний. При таком сценарии более защищенными будут Глобалтранс и НМТП, которые занимаются транспортировкой сырья, в том числе нефти. В конце концов, в каком бы состоянии ни находилась экономика, Россия все равно будет экспортировать нефть и нефтепродукты в прежних объемах, как это уже было в кризисные 2008–2009 годы.

Обменный курс – еще один важный фактор для финансовых показателей тех транспортных компаний, у которых структура выручки и расходов различаются. Например, у портов большинство тарифов и сборов установлено в долларах, тогда как расходы идут в рублях. У железнодорожных операторов выручка и расходы рублевые, поэтому валютный риск отсутствует. Для авиакомпаний изменение валютных курсов – серьезный фактор риска, т. к. их выручка и расходы структурированы в долларах, евро и рублях. Кроме того, существенные валютные колебания сказываются на грузопотоках, прежде всего контейнеров.

ОЖИДАЕМЫЕ ОТРАСЛЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Мы полагаем, что в будущем году ключевой тенденцией будет консолидация отрасли. В частности, мы ожидаем активного заключения сделок слияния и поглощения в железнодорожном секторе, где в настоящее время работает до 2 000 частных компаний. Согласно целевой модели развития отрасли, представленной Министерством транспорта, на рынке должны существовать три-четыре национальных железнодорожных оператора, которые будут предоставлять услуги на всей территории страны. В настоящее время на рынке присутствуют всего два крупных игрока – Независимая транспортная компания (НТК), подконтрольная Владимиру Лисину, которая стала лидером рынка после покупки 75% акций Первой Грузовой Компании; и Вторая Грузовая Компания – “дочка” РЖД. Очевидно, что Глобалтранс, который сейчас занимает третье место в этом сегменте, может быть более активным в приобретении меньших операторов, – скорее всего, каптивных.

Либерализация локомотивного рынка может стать еще одним катализатором роста железнодорожного сектора в будущем году. Окончательные параметры реформы пока не раскрываются, поэтому оценить ее потенциальный финансовый эффект довольно сложно. Тем не менее мы полагаем, что эта новая возможность будет не менее привлекательна для частных операторов, чем вагонный бизнес.

В авиации в будущем году, видимо, также продолжится консолидация. Небольшие региональные авиакомпании уходят с рынка, будучи не в состоянии конкурировать с крупными игроками по экономической эффективности парка воздушных судов. Это должно укрепить позиции ведущих авиаперевозчиков и повысить их рентабельность, а также свести на нет демпинг на локальном рынке. По нашим прогнозам, крупнейшие перевозчики (Аэрофлот, Трансаэро, ЮТэйр и S7) будут контролировать до 75% рынка к 2013 году.

ОСНОВНЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

Наши экономисты довольно оптимистично оценивают перспективы российской экономики на будущий год – по их прогнозам, ВВП должен вырасти на 4%. Это позволяет рассчитывать, что рынок морских контейнерных перевозок за год увеличится на 15%, а объем железнодорожных контейнерных перевозок – на 10%. Наш прогноз объема перевозок других категорий грузов довольно консервативен – на уровне роста ВВП, хотя мы допускаем в моделях, что рост тарифов будет соответствовать инфляции (6–7%). Индексация портовых тарифов также должна быть на уровне инфляции.

В 2012 году авиакомпании по-прежнему будут демонстрировать высокие темпы роста – по нашим оценкам, пассажирооборот должен увеличиться за год примерно на 10%. Впрочем, этот рост будет нивелирован высокими ценами на авиационное топливо (\$850 за тонну), которые будут оказывать давление на рентабельность компаний в течение года. По нашим прогнозам, доходность выполненных пассажирокилометров (РПК) в 2012 году составит 2,3%.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

При усилении склонности инвесторов к риску

■ **Global Ports** в основном ориентирована на рынок морских контейнерных перевозок, где ситуация зависит от объема импорта потребительских товаров. Если российская экономика будет расти быстрыми темпами, цены на нефть будут относительно высокими, а рубль укрепится, объем контейнерных перевозок в России будет увеличиваться со значительным коэффициентом к росту ВВП. При этом объем перевалки контейнеров Global Ports может расти быстрее, чем рынок в целом, благодаря наличию свободных мощностей. Если же ситуация в экономике будет ухудшаться, рынок контейнерных перевозок может пострадать так же, как в 2009 году.

■ **FESCO** работает в разных сегментах контейнерного рынка, занимается судовыми, железнодорожными, линейными перевозками и логистикой, а также предоставляет портовые услуги. Поскольку основная часть активов FESCO находится на Дальнем Востоке, у компании есть хорошая возможность сделать ставку на рост торговли между Россией и азиатскими странами, однако ключевым фактором остается ставка фрахта на морские контейнерные перевозки. Приватизация ТрансКонтейнера (25% или 50%) будет важным событием для FESCO в будущем году, так как сейчас компании принадлежит 12,5% ТрансКонтейнера.

При ослаблении склонности к риску

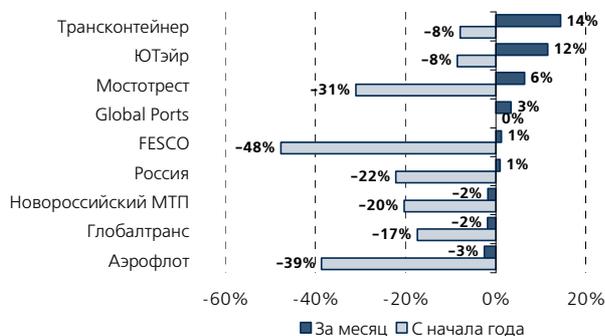
■ У **Глобалтранса** сбалансированная модель бизнеса с высокой долей энергетических грузов (уголь, нефть и нефтепродукты), низкая долговая нагрузка (отношение чистого долга к EBITDA 2011о на уровне 0,7) и впечатляющие денежные потоки. Глобалтранс сохраняет достаточную гибкость на случай экономического спада – у компании есть возможность отказаться от арендуемых вагонов (15% вагонного парка) при падении спроса на ее услуги, что позволит сохранить высокую операционную эффективность. Потенциальные катализаторы роста Глобалтранса в будущем году – либерализация рынка локомотивной тяги и новые возможности в сфере слияний и поглощений.

- **Новороссийский морской торговый порт.** Поскольку через НМТП идет перевалка примерно 53% всего экспорта российской нефти, внешние факторы почти не сказываются на финансовых показателях и денежных потоках компании. Тарифы НМТП в основном установлены в долларах, что также обеспечивает страховку на случай ослабления рубля. Впрочем, эти преимущества нивелируются долгом в размере \$1,9 млрд. В будущем году мы не видим катализаторов роста для НМТП, поскольку он будет заниматься сокращением долга. Ожидаемая приватизация 20% акций НМТП, которые сейчас принадлежат государству, вряд ли вызовет интерес к компании из-за малой ликвидности и низкого уровня корпоративного управления.

Igor_Vasilyev@troika.ru, Mikhail_Ganelin@troika.ru, Ivan_Belyaev@troika.ru

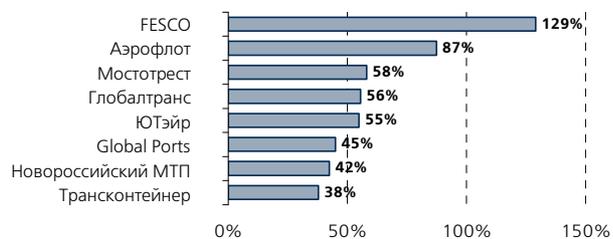
Транспорт. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/EBITDA – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о					2012о	
						P/E	EV/EBITDA	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г / г
Аэрофлот	1,60	3,00	1 697	4,7	ПОКУПАТЬ	6,4	3,4	10%	1,2	102%	3,5	32%
Глобалтранс	14,04	21,84	2 220	3,0	ПОКУПАТЬ	9,3	5,5	35%	2,4	89%	4,8	14%
Мостотрест	5,48	8,66	1 545	1,4	ПОКУПАТЬ	12,3	5,3	261%	2,5	-79%	3,8	42%
FESCO	0,28	0,65	838	1,4	ПОКУПАТЬ	15,4	5,2	177%	0,6	23%	4,6	71%
Трансконтейнер	8,75	12,07	1 216	1,2	ДЕРЖАТЬ	17,8	7,1	124%	1,6	105%	5,6	60%
Global Ports	15,00	21,75	2 350	1,1	ПОКУПАТЬ	12,1	7,4	60%	2,3	3%	6,1	25%
Новороссийский МТП	7,97	11,35	2 047	0,6	ДЕРЖАТЬ	7,0	7,7	1%	1,6	422%	6,5	18%
ЮТэйр	0,49	0,76	283	0,1	ПОКУПАТЬ	43,5	10,0	-57%	1,2	861%	7,4	758%
Россия	-	-	12 195	13,5	-	12,4	6,0	47%	1,6	185%	5,1	21%
EM	-	-	-	-	-	15,2	8,3	-7%	1,3	333%	7,0	15%
DM	-	-	-	-	-	13,9	6,4	-6%	1,5	200%	5,8	17%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Недвижимость. Главная опасность – недостаток ликвидности в банковской системе

ЗАВИСИМОСТЬ ОТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Сектор недвижимости относится к отраслям, ориентированным на внутренний рынок и мало зависящим от внешнего. Это тем более верно для России, где в финансовых и инвестиционных потоках преобладает резидентский капитал, в том числе банковский. Жилищный сектор от иностранных инвестиций никак не зависит и полностью ориентирован на удовлетворение внутреннего спроса, который определяется, с одной стороны, уровнем занятости, доверием потребителей и ростом заработных плат, а с другой – доступностью ипотеки. В секторе коммерческой недвижимости присутствие иностранных инвесторов более заметно, но все же невелико (оно сосредоточено в сегменте офисной и торговой недвижимости премиум-класса). Если эти инвесторы начнут выводить деньги – потому ли, что столкнутся с недостатком ликвидности в своих странах, или потому, что в России ухудшится макроэкономическая ситуация, дополнительное предложение недвижимости, которое появится в результате их ухода, будет освоено российскими участниками отрасли.

И все же защищенность сектора недвижимости от влияния мировых рынков мнимая или, по крайней мере, не полная. События 2008–2009 годов показали, что российская банковская система, как часть мировой, может сильно пострадать от кризиса ликвидности, а с ней пострадают и девелоперы. Правда, сценарий 2008 года едва ли повторится. Во-первых, банки хотя и ужесточат условия финансирования проектов, но не прекратят его. Во-вторых, у девелоперов сегодня график погашений менее обременителен и валютных обязательств меньше, чем три года назад. Однако их долговая нагрузка все еще велика – в среднем даже больше, чем накануне кризиса 2008 года. Повышение процентных ставок, неизбежное в случае дальнейшего ухудшения ситуации на мировом финансовом рынке, поставит под сомнение способность девелоперов обслуживать свой долг. Особенно уязвимы будут, во-первых, компании с небольшим портфелем действующих, приносящих доход объектов и значительными объемами незавершенного строительства, а во-вторых, строители жилой недвижимости. Представители первой группы, столкнувшись с увеличением расходов на обслуживание долга и не имея текущих поступлений, достаточных для покрытия этих обязательств, могут либо потерять имущество, под залог которого брали кредиты, либо обанкротиться. Строителей жилья ждет увеличение процентных расходов (что особенно опасно для предприятий, обремененных долгом) при сокращении денежных потоков, которое будет обусловлено сворачиванием программ ипотечного кредитования, помноженным на осторожность потенциальных покупателей: они в этих условиях не станут торопиться с главной покупкой своей жизни.

ОЖИДАЕМЫЕ ОТРАСЛЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

2011 год ознаменовался ростом в сегментах жилой и коммерческой недвижимости после двух с половиной лет неопределенности. Объем предпродаж жилья увеличился на 30–100% благодаря восстановлению спроса, рухнувшего в 2009 году, и двукратному увеличению объемов ипотечного кредитования по итогам первых девяти месяцев года. В сегменте коммерческой недвижимости на 5–20% повысились ставки аренды, выросли и цены (ставка капитализации снизилась на 100–200 б. п.). Особенно отчетливо обе тенденции проявились в сегменте офисно-торговой недвижимости класса А1 и складских площадей класса А в московском регионе.

В 2012 году, в рамках сценария инерционного развития российской экономики (отсутствие явных улучшений и ухудшений) наш прогноз предусматривает рост предпродаж жилой недвижимости на 40% и повышение ставок аренды торговой недвижимости на 5–10% при дальнейшем уменьшении ее доходности. Сегодня, когда частные лица и инвестиционные фонды держат в своих портфелях большой объем денежных средств, которые они опасаются вкладывать в волатильные рынки капитала, но не желают инвестировать и в объекты недвижимости многих стран из-за низких арендных ставок, высокая доходность придает российской коммерческой недвижимости исключительную привлекательность. Отсюда наш оптимизм в оценке перспектив этого рынка. Однако акции девелоперских компаний могут вновь продемонстрировать динамику, совершенно расходящуюся с динамикой операционных показателей их эмитентов. В 2011 году инвесторы не питали склонности к риску и предпочитали “сидеть в кэше”, поэтому относительно неликвидные акции девелоперов с их все еще высоким риском не могли пользоваться спросом: с начала года они потеряли в среднем 38% – на 17% больше, чем Индекс РТС. Такое отставание, однако, создает потенциал опережающего роста в следующем году, тем более что оценены российские девелоперы с большим дисконтом к иностранным аналогам по коэффициенту “цена / чистая стоимость активов” и приобретать объекты недвижимости, покупая их акции, дешевле, чем покупать сами объекты. Однако многое будет зависеть от состояния мировой экономики, а главное, от уровня ликвидности в мировой банковской системе. Если рынок останется волатильным и безвекторным, а перспективы роста американской и китайской экономик и разрешения европейского долгового кризиса будут по-прежнему неясны, то инвесторы, вероятно, опять не будут расположены рисковать и предпочтут физическую недвижимость неликвидным акциям девелоперских компаний, которым к тому же, возможно, не удастся освоить свой большой земельный фонд.

Важную роль могут сыграть и изменения градостроительной политики в Москве и Санкт-Петербурге, представляющих собой крупнейшие в России рынки недвижимости. Здесь, как нам представляется, грядет настоящая смена парадигмы.

Новые московские власти, борясь с наследием прежней администрации, намерены покончить с точечной застройкой и отсутствием четкого планирования, особенно при освоении крупных территорий. В расходах городского бюджета сокращается доля инвестиций в жилищное строительство и увеличивается доля средств, направляемых на развитие транспортной и социальной инфраструктуры. Однако главным потрясением для столичного строительного рынка стала не социальная направленность бюджета, а пересмотр всех инвестиционных контрактов, заключенных при Юрии Лужкове. Это сдвинуло сроки реализации объектов по меньшей мере на год, а 300 из 2 700 контрактов, подлежащих пересмотру, уже расторгнуты (вопрос о возмещении затрат строителей и дольщиков до конца не ясен). Совершенно очевидно, что объемы строительства коммерческой недвижимости в центре Москвы и вдоль основных столичных магистралей будут сведены к минимуму. Мы ожидаем, что в следующем году пересмотр контрактов завершится и станут ясны графики реализации проектов и размеры потерь московских девелоперов (AFI Development, RGI International, Mirland Development), а значит, будут устранены риски и неопределенность, влияющие сегодня на оценку компаний.

Новая администрация Санкт-Петербурга пока не обнародовала своих планов, однако изменение приоритетов уже налицо: город сократит финансирование или отложит реализацию инвестиционных проектов в области инфраструктурного строительства. Администрация пересмотрит порядок госприемки объектов (вероятно) и проведения торгов земельными участками под строительство (возможно). Это удлинит сроки реализации и сдачи проектов, что создаст на петербургском рынке такую же неопределенность, как и на московском. Пересмотр может завершиться позже, чем в Москве, поскольку администрация Санкт-Петербурга сменилась только в августе нынешнего года. Перенос сроков сдачи объектов может отрицательно повлиять на признание выручки петербургских девелоперов (Группа ЛСР, ГК “Эталон”), хотя на показателях предпродаж, скорее всего, не скажется.

Основные допущения

Мы полагаем, что в следующем году российская экономика продолжит движение по прежней траектории. Безработица останется на уровне 6,8%, рост реальных заработных плат будет умеренным и составит 4,2%, объем ипотечных кредитов (нетто) вновь увеличится на 20%, а процентные ставки по кредитам снизятся в среднем еще на 100 б. п. В этих благоприятных для них условиях российские девелоперы увеличат предпродажи жилья, по нашим оценкам, на 40%, причем средняя цена его реализации вырастет на 3–10%. В сегменте коммерческой недвижимости улучшение будет менее заметным: ставки аренды повысятся на 5–10%, а доходность высококачественных объектов продолжит снижаться, обеспечивая рост стоимости активов.

Лучшие акции

При усилении склонности инвесторов к риску

- В этом сценарии мы ожидаем пробуждения интереса к акциям российских девелоперов, сначала наиболее ликвидным и качественным (наш выбор – Группа ЛСР и ГК “Эталон”), а затем менее ликвидным и сильно отставшим от рынка (AFI Development).

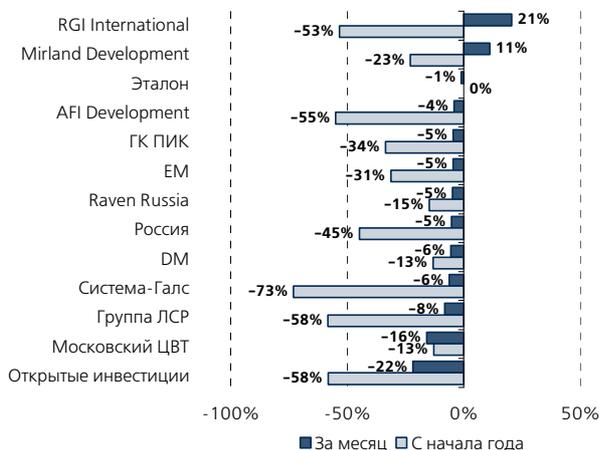
При ослаблении склонности инвесторов к риску

- В этом сценарии спрос на акции компаний из сектора недвижимости будет минимальным. Некоторыми защитными характеристиками будут обладать акции ГК “Эталон”, которая благодаря большой чистой денежной позиции сохранит устойчивость даже при существенном падении объема предпродаж, и Raven Russia (без рекомендации): у компании есть объекты, приносящие доход, а операционной прибыли достаточно для обслуживания долга.

Julia_Gordeyeva@troika.ru, Igor_Vasilyev@troika.ru

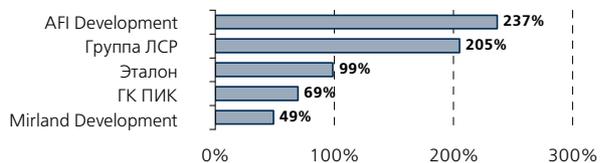
Недвижимость. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



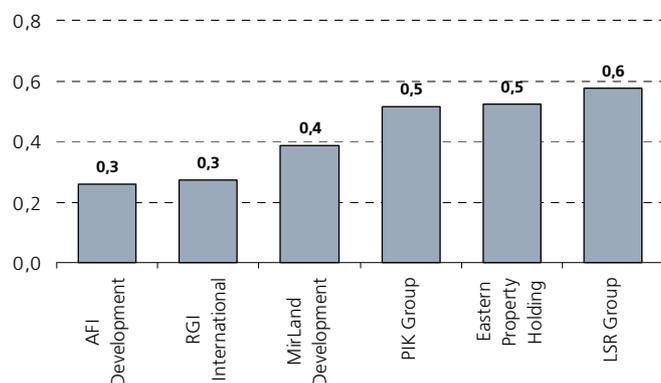
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Цена / оценочная стоимость портфеля проектов



Источник: компании, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Целевая цена, \$	Капит \$ млн.	ADT \$ млн.	Реком.	2011о				2012о		
						P/E	EV/EBITDA	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г / г
Группа ЛСР	3,85	11,74	1 983	5,2	ПОКУПАТЬ	12,1	8,0	168%	1,0	2,8	4,4	132%
ГК ПИК	2,69	4,56	1 327	1,9	ПОКУПАТЬ	40,4	14,0	-	отр.	7,0	10,1	170%
Эталон	4,55	9,04	1 342	1,3	ПОКУПАТЬ	7,0	5,9	-	1,2	0,0	5,2	16%
Mirland Development	3,37	5,01	335	0,6	ДЕРЖАТЬ	5,6	24,1	168%	0,9	11,9	14,1	-58%
AFI Development	0,48	1,62	518	0,5	ПОКУПАТЬ	1,7	11,8	1031%	0,2	6,8	8,3	-63%
Raven Russia	0,83	-	446	0,2	-	30,1	16,0	-27%	0,7	8,9	11,8	106%
Система-Галс	0,45	-	101	0,1	-	отр.	>100	-	отр.	525,7	12,0	-
Московский ЦВТ	0,37	-	425	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Открытые инвестиции	18,00	-	275	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-
RGI International	1,20	-	195	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Россия	-	-	7 065	9,8	-	11,5	11,6	229%	1,0	5,5	7,1	15%
EM	-	-	-	-	-	9,8	7,9	18%	1,0	3,0	6,1	28%
DM	-	-	-	-	-	13,9	14,8	31%	1,0	6,5	13,7	-7%

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Компании малой капитализации. Интересно только то, что “на особинку”

ЗАВИСИМОСТЬ ОТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Среди предприятий малой капитализации сильнее всего зависят от состояния мировой экономики производители удобрений, химической и горно-металлургической продукции. Несмотря на существенный риск развития рецессии и снижение цен на другие виды сырья, цены на минеральные удобрения остаются довольно высокими, что обеспечивает привлекательность таких компаний, как КуйбышевАзот и Метафракс. Среди горно-металлургических предприятий малой капитализации наиболее интересны Коршуновский ГОК (производитель железной руды) и Челябинский цинковый завод (ЧЦЗ): цены на железную руду и цинк едва ли продолжают падать, т. к. уже близки к денежным затратам многих международных горно-металлургических компаний, а у обеих российских эти затраты гораздо ниже.

Вступление России в ВТО, как ожидается, приведет к усилению конкуренции в автомобильной отрасли, особенно в сегментах коммерческих и грузовых автомобилей, импортные пошлины на которые в 2012 году сократятся с 30% до 10–15%. Это неблагоприятно для Группы ГАЗ и в меньшей степени для Sollers.

ОЖИДАЕМЫЕ ОТРАСЛЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

В 2012 году, полном рисков и неопределенности, волатильность останется такой же высокой, как в 2011, и инвесторы будут по-прежнему воздерживаться от покупки акций компаний малой капитализации, кроме тех, которые занимают в секторе особое положение по одной из следующих причин:

- **Возможность выставления оферты на выкуп долей миноритариев.** Силовые Машины, ЧТПЗ, Соликамский магниевый завод.
- **Необычно высокая дивидендная доходность.** Нижнекамскнефтехим – 10% по обыкновенным и 20% по привилегированным акциям; НБАМР – 10% по обыкновенным, 14% по привилегированным; ВНИПИГаздобыча – 10% по обыкновенным, 20% по привилегированным; Гипроспецгаз – 20% по обыкновенным и привилегированным; Ленгазспецстрой – 6%.
- **Сильная недооценка.** Коршуновский ГОК и ЧЦЗ: коэффициент “цена / прибыль 2012о” ниже 3,0.
- **Потенциал опережающего роста при восстановлении рынка.** Сибирский цемент и Машиностроительный завод: потеря рыночной капитализации с начала 2011 года – соответственно 34,6% и 70%.

Из отраслей мы отдаем предпочтение строительной: государство наращивает расходы на развитие транспортной инфраструктуры. В 2012 году инвестиции в инфраструктурный сегмент увеличатся в рублевом выражении на 28% и достигнут \$24 млрд., из которых \$8 млрд. будет направлено на строительство автомобильных дорог (рост – 15%). Наиболее интересен лидер отрасли Мостотрест, портфель заказов которого оценивается в \$8 млрд.

Цены и спрос на цемент продолжают расти, что должно придать поступательный импульс акциям цементных холдингов, в первую очередь Сибирского цемента.

При сохранении высокого уровня потребительской уверенности продажи автомобилей в следующем году увеличатся на 15% и составят 2,9 млн. штук, что соответствует докризисному

показателю. Однако акции автомобильных компаний – Sollers и ГАЗа – могут показать худшую динамику, чем рынок в целом, по крайней мере в 1П12: предприятия несут большую долговую нагрузку, а последствия вступления России в ВТО для них неблагоприятны.

ОСНОВНЫЕ ДОПУЩЕНИЯ

Поскольку предприятия малой капитализации относятся к разным отраслям, допущения, исходя из которых мы их оцениваем, представлены в соответствующих отраслевых разделах.

ЛУЧШИЕ АКЦИИ

При усилении склонности инвесторов к риску

- **Мостотрест.** Покупая акции компании, инвестор приобретает долю в капитале лидера российского рынка инфраструктурного строительства, объем которого в следующем году, как ожидается, вырастет на 28% до \$24 млрд. Мостотресту, обладающему уникальным опытом строительства, неизменно достаются самые выгодные подряды. Сегодня в портфеле компании находятся заказы стоимостью \$8 млрд., что соответствует ее трехлетней выручке. Двигателями роста акций могут стать новые победы на важных подрядных торгах и приобретения, позволяющие осуществить экспансию в другие инфраструктурные сегменты (строительство метрополитенов, эксплуатация платных автодорог). В 2012 году компании необходимо решить задачу сохранения рентабельности по EBITDA на уровне 10–11%. Основную угрозу представляет снижение цен на нефть: в случае существенного уменьшения поступлений от нефтяной отрасли правительству придется сокращать бюджетные расходы, и одним из первых будет урезано финансирование инфраструктурных проектов.
- **Сибирский цемент.** С начала года акции компании потеряли 34,5% – намного больше, чем Индекс РТС. Между тем рост цены и производства цемента в 2012 году, вероятно, продолжится. И хотя 20%-й дисконт к иностранным аналогам по мультипликатору “стоимость предприятия / EBITDA 2011о” (5,2) представляется более или менее оправданным ввиду слабой прозрачности и низкой ликвидности акций Сибирского цемента, последние в 2012 году, благодаря хорошим фундаментальным показателям компании, могли бы в случае повышения склонности инвесторов к риску расти опережающими темпами.
- **Sollers.** Акции Sollers в силу своей низкой ликвидности и большого финансового рычага эмитента (долг – \$700 млн.) относятся к бумагам с высоким бета-коэффициентом. Поскольку вступление России в ВТО ухудшает рыночные позиции Sollers, компания сейчас не пользуется расположением инвесторов, но она может вновь попасть в их поле зрения в 1П12, если, как мы ожидаем, отчетность по МСФО за 2011 год будет свидетельствовать о сокращении долговой нагрузки и дальнейшем увеличении маржи.

При ослаблении склонности инвесторов к риску

- **Коршуновский ГОК.** За последние полгода акции показали худшую динамику, чем Индекс РТС, потеряв 30% из-за страха инвесторов перед рецессией, приведшего к падению цен на железную руду. Теперь, однако, цены восстанавливаются, что повышает маржу ГОКа, у которого средние денежные производственные затраты по итогам 9М11 составили всего \$50 за тонну. Когда первичное размещение акций Mechel Mining вновь станет на повестку дня (а это может произойти в следующем году при стабилизации рынков), бумаги Коршуновского ГОКа должны постепенно ликвидировать отставание, как случилось в начале 2011 года.
- **Нижнекамскнефтехим (НКНХ).** Мы по-прежнему убеждены в инвестиционной привлекательности компании, сочетающей превосходные фундаментальные показатели, значительную недооценку и высокую дивидендную доходность акций. НКНХ отличается довольно высоким качеством корпоративного управления: компания публикует квартальную отчетность по МСФО, менеджмент охотно общается с инвесторами. На другой чаше весов – низ-

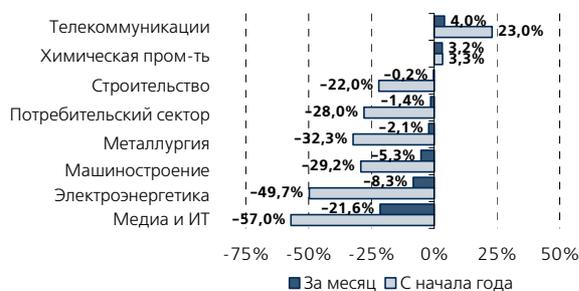
кая ликвидность акций и нежелание основного акционера, Группы ТАИФ, раскрывать планы развития НКНХ. Несмотря на растущий риск развития рецессии в развитых экономиках, цены и спрос на синтетический каучук и пластмассы довольно высоки по сравнению с уровнями прошлых лет. Компания показывает отличные финансовые результаты по МСФО и РСБУ, зачастую превосходящие наши ожидания. Чистый долг близок к нулю, следовательно, НКНХ способен привлекать заимствования для финансирования инвестпрограммы.

- **Машиностроительный завод.** Акции Машиностроительного завода с начала года потеряли почти 70% – существенно больше, чем Индекс РТС: авария на АЭС “Фукусима” повлекла за собой массовую продажу акций предприятий атомной промышленности во всем мире, а результаты компании по РСБУ за 9М11 оказались посредственными из-за временного сокращения поставок по экспортным контрактам. На наш взгляд, акции перепроданы и в 2012 году должны сократить отставание от рынка, чему будет способствовать восстановление прибыли. Есть и еще один фактор – результаты независимой оценки Машиностроительного завода, произведенной при подготовке текущего размещения 51 201 акции (3,5% уставного капитала) по открытой подписке: цена размещения – 15 000 руб. (\$500) за акцию – установлена на уровне, в семь раз превышающем рыночные котировки, и во многом отражает справедливую стоимость компании.

Mikhail_Ganelin@troika.ru, Igor_Vasilyev@troika.ru, Ivan_Belyaev@troika.ru

Компании малой капитализации. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Потенциал роста до целевой цены*



* среднее значение индикативного диапазона

Источник: Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена \$	Капит. \$ млн.	ADT \$ млн.	2011о			2012о		
				P/E	EPS, г/г	EV/EBITDA	P/E	EPS, г/г	EV/EBITDA
Ашинский МЗ	0,293	146	0,07	4,4	-2%	3,9	-	-	6,7
Арзамасский приборострой. з-д	75,00	24	0,00	3,6	6%	2,5	2,8	28%	2,3
Башинформсвязь	0,39	375	0,01	16,1	19%	8,8	8,4	91%	9,3
Башнефтегеофизика	95,00	51	0,00	7,5	-57%	4,6	3,4	120%	3,5
Центрэнергогаз	900	85	0,00	отр.	-	4,8	отр.	-58%	4,8
Челябинский мет. комбинат	108	342	0,03	отр.	-78%	9,1	3,2	-	5,5
ГАЗ	29,50	479	0,01	-	-	-	-	-	-
Гайский ГОК	370	229	0,00	2,5	127%	2,6	2,2	13%	2,0
КуйбышевАзот	2,13	508	0,00	8,8	-	5,8	2,7	226%	2,1
Коршуновский ГОК	1 528	382	0,08	3,6	659%	1,3	2,7	35%	0,2
Красный котельщик	0,35	90	0,00	-	-	9,5	7,7	-	8,4
Ковровский механический з-д	72,50	59	0,00	6,5	39%	4,2	23,8	-73%	5,5
Казаньоргсинтез	0,14	268	0,15	7,0	-	5,4	6,0	17%	4,9
Ленгазспецстрой	2 400	121	0,01	5,6	1115%	2,2	7,6	-27%	2,6
Лужский абразивный з-д	6 125	144	0,00	4,9	-	-	4,1	-	-
Машиностроительный з-д	120	177	0,01	3,1	-28%	1,3	14,9	-79%	2,4
Метафракс	0,58	188	0,01	6,3	87%	2,0	5,1	25%	1,9
Мостоотряд-19	1 438	109	0,00	34,2	-41%	6,9	17,9	91%	4,6
Мостострой-11	1 050	91	0,00	9,0	-41%	3,3	11,3	-20%	3,3
Находкинская БАМР	130	302	0,00	7,5	-	5,4	6,3	18%	4,8
Нижнекамскнефтехим	0,74	1 309	0,14	5,6	1669%	3,2	2,9	94%	2,0
Русполимет	0,0221	111	0,01	8,8	458%	7,3	6,7	30%	6,3
Sollers	10,60	355	0,29	отр.	-	8,6	6,4	-	4,4
Уралэлектромедь	61,50	312	0,00	1,9	207%	1,4	1,5	31%	1,0
Уфимские моторы	0,60	185	0,00	14,6	301%	5,3	3,6	306%	6,9
Учалинский ГОК	10,37	395	0,00	3,7	0%	2,0	3,7	0%	1,8
Южный Кузбасс	54,01	1 950	0,11	5,5	-	3,3	3,9	39%	2,1
Улан-Удэнский авиац. з-д	2,25	601	0,00	4,0	88%	1,9	3,5	17%	2,1
Волгомост	35,00	50	0,00	11,4	-57%	5,1	10,2	12%	6,4
ВНИПИГаздобыча	1 024	128	0,00	4,7	835%	1,0	4,9	-3%	-
Выксунский МЗ	1 239	2 128	0,04	3,3	149%	2,8	6,1	-46%	4,9

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Долговые бумаги. Неоднозначные перспективы

Внешний долг: волатильность против ликвидности

Основные события

В 2011 году волатильность на рынке российских еврооблигаций заметно возросла. Углубление долгового кризиса в еврозоне и экономические проблемы в США сильно изменили общую картину. Многие инвесторы (в первую очередь европейские коммерческие банки) уже потеряли большие деньги и в обозримом будущем могут потерять еще больше. В такой ситуации инвесторы стали сокращать вложения в развивающиеся страны, хотя кредитное качество большинства заемщиков с развивающихся рынков лучше, чем эмитентов из развитых стран. В 2011 году российский рынок не защитили от резких колебаний даже высокие цены на нефть.

Макроэкономический фон был по большей части негативным, что привело к снижению цен и спровоцировало отток средств в более качественные активы в глобальном масштабе. В результате доходность КО США в этом году опустилась до рекордного минимума, а спреды к большинству бумаг с развивающихся рынков расширились. В то же время ликвидность осталась высокой в результате активной эмиссии денег центральными банками во всем мире. Кроме того, многие инвесторы проявляли осторожность и старались не увеличивать долговую нагрузку. Два этих фактора создали отличные условия для восстановления роста, который иногда возобновлялся в 2011 году.

Для большинства российских компаний кризис нагляднее всего проявился в том, что для них закрылись возможности привлечения средств на публичном рынке – с апреля и по крайней мере до конца ноября. Только Газпрому удалось разместить долгосрочные еврооблигации, прочие же могли размещать лишь краткосрочные еврокоммерческие бумаги (ЕСР). Впрочем, обнадеживает то, что, в отличие от 2008 года, рефинансирование внешнего долга не было основной проблемой для российских заемщиков в 2011 году, и дефолтов можно было не опасаться.

СТРАТЕГИЯ

Мы видим два фактора риска для российского рынка еврооблигаций в 2012 году. Первый риск традиционный – динамика цен на нефть. Госбюджет сильно зависит от ситуации на рынке энергоносителей, и чтобы он был бездефицитным, нефть в 2012 году должна стоить \$110–115 за баррель. Если цены на энергоносители продолжат снижаться, Россия столкнется с проблемой роста бюджетного дефицита. Кроме того, в этом случае возможности Минфина финансировать дефицит за счет привлечения средств на внутреннем рынке будет ограничена из-за ожиданий девальвации. Это означает, что российские власти попытаются привлечь заимствования на международном рынке и (или) потратить средства из Резервного фонда. В обоих случаях рынок еврооблигаций отреагирует негативно, и спреды расширятся.

Второй риск – ситуация в мировой финансовой системе. Есть вероятность, что у многих иностранных банков частично сократятся возможности предоставления кредитов и других видов финансирования. В этом случае будут ограничены и возможности российских заемщиков на глобальных рынках, что негативно скажется на оценке рисков и общем настроении рынка.

Мы ожидаем сохранения волатильности до конца года и рекомендуем держать относительно краткосрочные облигации.

ЛУЧШИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

- **Альфа-Банк – 13.** Крупнейший российский частный банк, располагающий хорошей поддержкой акционеров.
- **Газпром-14 WN.** Защитные облигации с короткой дюрацией и высоким кредитным качеством.

Рублевый долг: большие надежды, но сильная зависимость от внешних событий

ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Рынок рублевых облигаций быстро развивался в последние годы, но теперь наступила пауза, и грядут кардинальные перемены. Правительство решило открыть иностранным инвесторам прямой доступ на локальный рынок – в первую очередь для того, чтобы увеличить число потенциальных инвесторов на рынке рублевых облигаций, который является важным компонентом для создания международного финансового центра в Москве. Кроме того, власти стремятся создать дополнительный спрос на локальные суверенные бумаги. Последнее сообщение представляется более значимым, поскольку именно этот источник будет обеспечивать основное финансирование дефицита бюджета.

Государственная дума в середине ноября одобрила закон о Центральном депозитарии. Мы ожидаем, что в 1П12 власти займутся техническими вопросами создания Центрального депозитария на основе существующей инфраструктуры. Затем с 1 июля 2012 года международные банки (включая системы Euroclear и Clearstream) смогут открывать номинальные счета в этом депозитарии, и иностранные инвесторы наконец получат прямой доступ к торгам локальными ценными бумагами (включая облигации). Кроме того, регулятор планирует начать торги рублевыми суверенными облигациями на внебиржевом рынке, где пока представлены только корпоративные выпуски. Это должно положительно сказаться на ликвидности.

СТРАТЕГИЯ

Теоретически, допуск иностранных инвесторов на локальный рынок может повысить спрос на рублевые облигации и в результате снизить стоимость заимствований для российских компаний. Однако ряд факторов способен изменить ситуацию. Для того чтобы реализовался сценарий, о котором говорилось выше, необходимо сочетание определенных условий на внутреннем и внешнем рынках.

С фундаментальной точки зрения, рублевые облигации привлекательны. С одной стороны, рубль значительно ослаб в ЗК11–4К11, несмотря на относительно стабильные цены на нефть, и есть определенный потенциал роста. С другой стороны, инфляция замедляется, и по итогам 2011 года, вероятно, составит около 6%. На этом фоне доходность пяти- и десятилетних рублевых суверенных облигаций, которая составляет 8,0–8,5%, будет слишком высокой. Потенциальное укрепление рубля и снижение инфляции должны повысить привлекательность этого рынка для инвесторов.

Тем не менее фундаментальные показатели не будут иметь никакого значения при неблагоприятной ситуации на рынке. На глобальном рынке царит волатильность, и маловероятно, что она снизится в ближайшие месяцы. Это означает, что инвесторы вряд ли будут проявлять большой интерес к риску. В такой обстановке даже в относительно благоприятные периоды вниманием зарубежных инвесторов могут пользоваться только бумаги первого эшелона. Интерес ко второму эшелону сейчас маловероятен.

При развитии событий по самому пессимистичному сценарию экономический спад в 2012 году может привести к снижению цен на нефть, что, вероятно, повлечет за собой очередную

девальвацию и усилит давление на рынок рублевых облигаций. Мировые цены на энергоносители останутся ключевым фактором, определяющим ситуацию на локальном рынке облигаций. Еще один важный аспект – бюджетная политика после выборов и возможное изменение уровня инфляции. В целом мы ожидаем сохранения высокой волатильности на рынке рублевых облигаций и рекомендуем держать ликвидные бумаги.

ЛУЧШИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

- **РосАгро БО-5, ЛУКОЙЛ БО-1.** Защитные облигации с короткой дюрацией и хорошим кредитным качеством.

Alexander_Kudrin@troika.ru

Долговые бумаги. Основные показатели

Доходность к погашению 10-летних КО США и наиболее надежных корпоративных облигаций



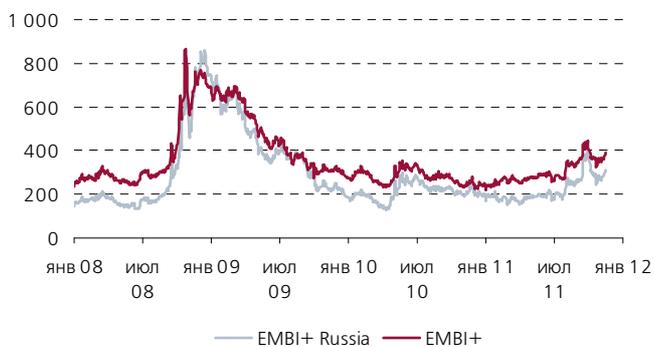
Источник: Bloomberg

Спред Россия-30 к 10-летним КО США и 5-летний российский CDS



Источник: Bloomberg

Спреды EMBI+ Russia и EMBI+ к КО США, б. п.



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Доходность к погашению



Источник: компании, Bloomberg

Эффективная доходность к погашению



Источник: Bloomberg

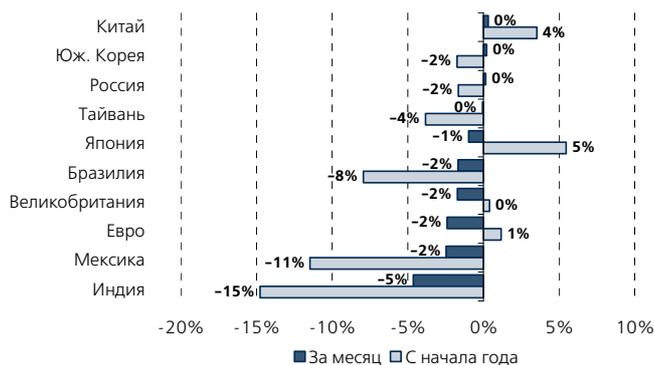
Доходность к погашению



Источник: ММВБ

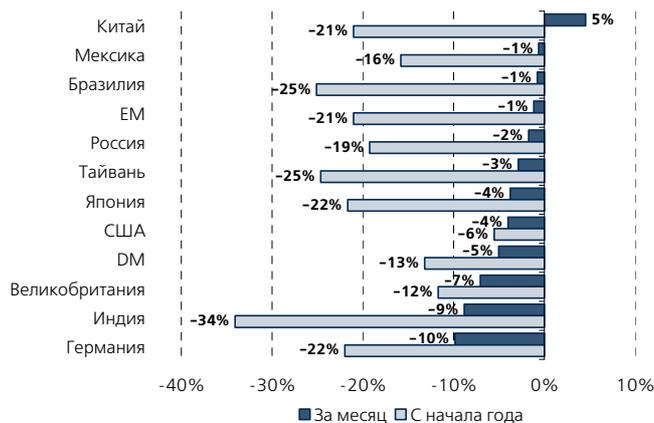
Мировой рынок

Динамика валют



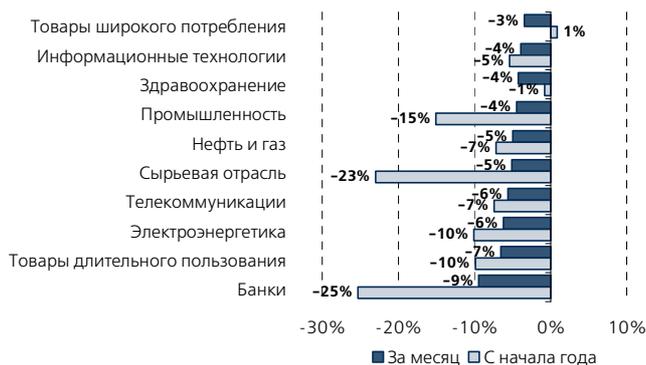
Источник: Bloomberg

Динамика фондовых рынков



Источник: Bloomberg (индексы MSCI), РТС, ПФТС

Динамика секторов



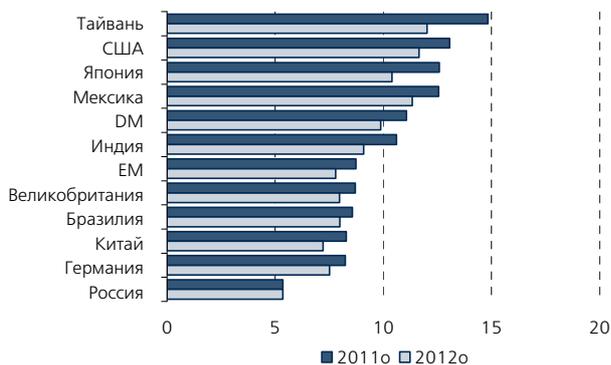
Источник: Bloomberg (индексы MSCI)

Оценка российских секторов, % мировой



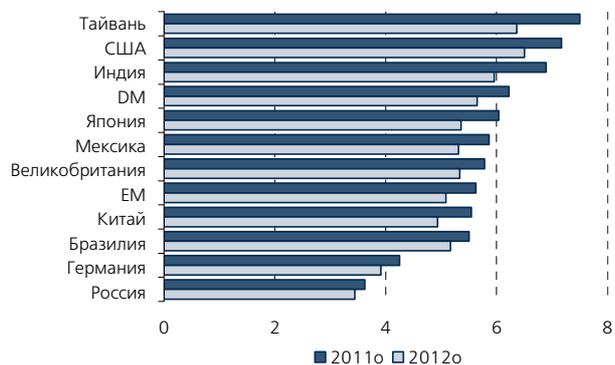
Источник: Тройка Диалог

Мировые рынки: "цена / прибыль"



Источник: Bloomberg

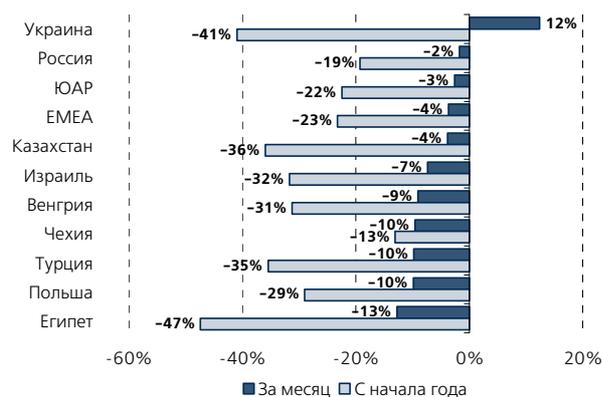
Мировые рынки: "EV / EBITDA"



Источник: Bloomberg

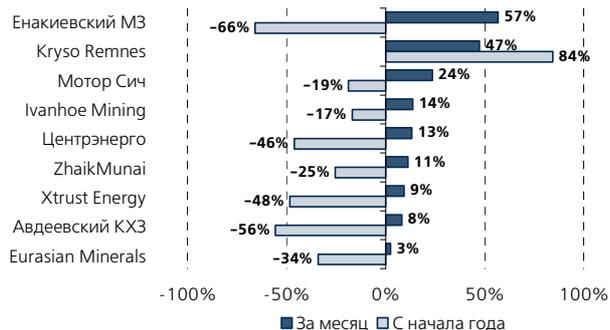
Рынки ЕМЕА

Динамика фондовых рынков



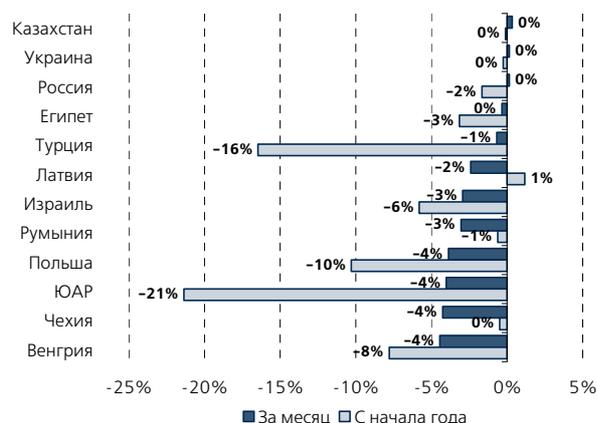
Источник: Bloomberg

Динамика ликвидных акций Казахстана и Украины за месяц



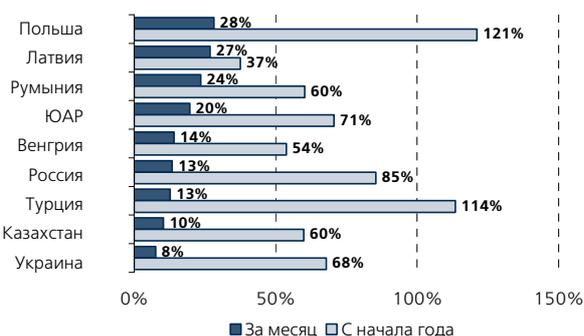
Источник: Bloomberg

Динамика валют



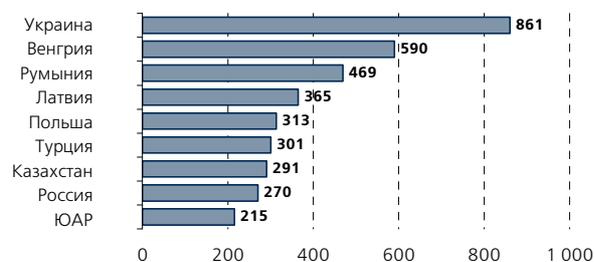
Источник: Bloomberg

Динамика CDS



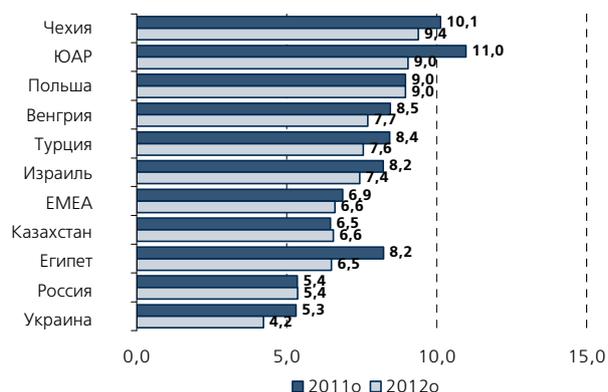
Источник: Bloomberg

ЕМЕА: котировки CDS



Источник: Bloomberg

ЕМЕА: "цена / прибыль"



Источник: Thomson

Ликвидность

Ликвидность

	ADT за 30 дней, \$ млн.	ММВБ	РТС	ГДР/АДР	ОТС
Россия	5 528,59	53%	7%	32%	8%
Сбербанк	2 081,57	77%	10%	6%	7%
Газпром	1 170,52	42%	8%	42%	7%
ЛУКОЙЛ	410,61	32%	7%	56%	4%
Роснефть	259,50	39%	7%	51%	4%
Норильский Никель	258,72	39%	2%	45%	14%
ВТБ	150,39	52%	2%	37%	9%
Уралкалий	117,79	36%	1%	57%	6%
НОВАТЭК	104,51	13%	0%	83%	4%
Северсталь	75,56	57%	1%	39%	3%
Сургутнефтегаз	70,87	50%	8%	30%	11%
Транснефть	56,60	78%	0%	0%	22%
Ростелеком	55,59	70%	0%	2%	29%
МТС	54,97	25%	0%	70%	6%
НЛМК	52,30	45%	0%	53%	2%
Мечел	49,02	9%	0%	91%	0%
Новый Ростелеком	38,69	100%	0%	0%	0%
РусГидро	36,68	52%	1%	25%	22%
Магнит	33,97	14%	0%	79%	6%
VimpelCom Ltd	32,06	0%	0%	100%	0%
Polymetal International	28,42	0%	0%	100%	0%
Yandex	27,69	0%	0%	100%	0%
Татнефть	27,10	42%	0%	47%	10%
ФСК ЕЭС	24,95	77%	0%	1%	22%
Евраз Групп	23,62	0%	0%	100%	0%
X5 Retail Group	20,94	0%	0%	100%	0%
Холдинг МРСК	20,60	77%	0%	0%	23%
Интер РАО ЕЭС	15,85	74%	0%	0%	26%
Распадская	15,81	73%	2%	0%	25%
СЕДС	14,63	0%	0%	94%	0%
АФК "Система"	13,76	15%	0%	75%	9%
Полиметалл	13,01	37%	0%	23%	40%

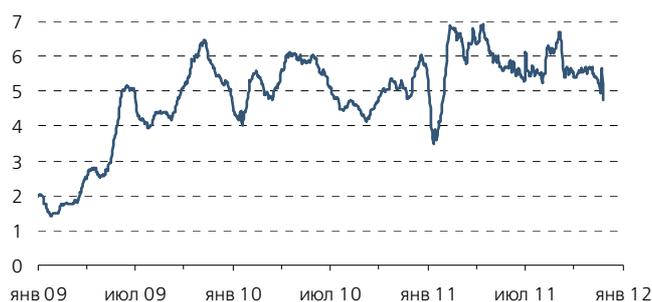
Источник: Bloomberg, РТС, ММВБ

Прогноз цен на сырьевые товары

	Текущая цена	Изм. цены за месяц		Прогноз на 2012	
		за месяц	YTD	Bloomberg	ТД
Брент, \$ / барр.	108,0	-3%	15%	103,6	97,0
Юралз, \$ / барр.	106,2	-3%	15%	—	95,0
Медь, \$ / т	7 230	-12%	-25%	7 246	7 500
Никель, \$ / т	16 950	-14%	-32%	16 970	18 000
Алюминий, \$ / т	1 992,0	-11%	-19%	2 028	2 400
Золото, \$ / унция	1 705	-2%	20%	1 695	1 650
Серебро, \$ / унция	32	-10%	3%	31	32
Платина, \$ / унция	138	17%	-17%	—	150
ГК прокат, \$ / т	635	-4%	4%	—	683
Коксующийся уголь (FOB Австралия), \$ / т					255

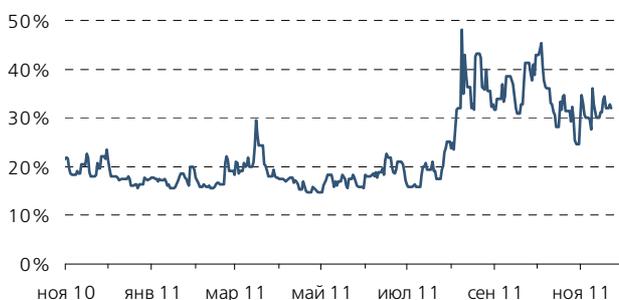
Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Дневной объем торгов, 30-дневное среднее, \$ млрд.



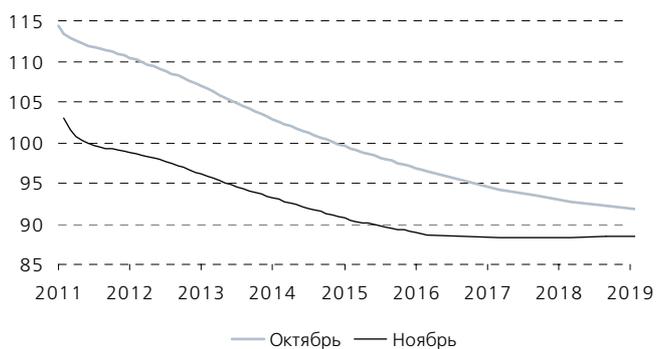
Источник: Тройка Диалог

Индекс VIX



Источник: MSCI

Форвардные контракты Брент, \$ / барр.



Источник: Bloomberg

Список используемых сокращений

ADT – средний дневной оборот

P/E – цена / прибыль

P/BV – цена / балансовая стоимость

EV / EBITDA – стоимость предприятия / EBITDA

ROE – доход на капитал

EPS – доход на акцию

DM – развитые рынки

EM – развивающиеся рынки

OTC – внебиржевой рынок

RAB – регулируемая база капитала

Руководство компании**Председатель совета директоров****Тройки Диалог**

Рубен Варданян

Главный экономист**Управляющий директор**

Евгений Гавриленков

Аналитическое управление**(495) 258 05 11****Начальник****управления**

Паоло Занибони

(495) 787 23 81

Стратегия

Главный аналитик

Крис Уифер

(495) 933 98 86

Нефть и газ

Старший аналитик

Олег Максимов

(495) 933 98 30

Старший аналитик

Алекс Фэк

(495) 933 98 29

Аналитик

Валерий Нестеров

(495) 933 98 32

Электроэнергетика

Старший аналитик

Александр Котиков

(495) 933 98 41

Младший аналитик

Андрей Труфанов

(495) 933 98 31

Телекоммуникации, ИТ и медиа

Аналитик

Анна Лепетухина

(495) 933 98 35

Младший аналитик

Яна Кузнецова

(495) 933 98 34

Металлургия, химическая промышленность

Старший аналитик

Михаил Стискин

(495) 933 98 39

Аналитик

Ирина Лапшина

(495) 933 98 52

Аналитик

Антон Румянцев

(495) 933 98 40

Младший аналитик

Александр Левинский

(495) 258 05 11

Машиностроение, компании малой и средней капитализации

Аналитик

Михаил Ганелин

(495) 933 98 51

Аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Младший аналитик

Иван Беляев

(495) 933 98 53

Финансовый сектор

Старший аналитик

Эндрю Кили

+44 (20) 7936 0439

Потребительский сектор

Старший аналитик

Михаил Красноперов

(495) 933 98 38

Аналитик

Георгий Тараканов

(495) 933 98 59

Младший аналитик

Артур Галимов

(495) 933 98 33

Младший аналитик

Мария Суханова

(495) 933 9856

Недвижимость

Старший аналитик

Юлия Гордеева, CFA

(495) 933 98 46

Аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Транспорт

Аналитик

Михаил Ганелин

(495) 933 98 51

Аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Анализ рынка

Аналитик

Надежда Киреева

(495) 933 98 55

Экономика

Старший экономист

Антон Струченевский

(495) 933 98 43

Младший экономист

Сергей Коныгин

(495) 933 98 48

Долговые бумаги

Руководитель группы

Александр Кудрин

(495) 933 98 47

Старший аналитик

Алексей Булгаков

(495) 933 98 66

Аналитик

Екатерина Сидорова, CFA

(495) 933 98 49

Аналитик

Сергей Гончаров

(495) 933 98 54

Младший аналитик

Николай Минко

(495) 933 98 57

Украина

Старший аналитик

Роман Захаров

+38 (044) 207 37 80

Экономист

Ирина Пионтковская

Старший аналитик

Евгений Гребенюк

Старший аналитик

Иван Харчук

Старший аналитик

Сергей Невмержицкий

Аналитик

Александр Цепенда

Аналитик

Мария Репко

Казахстан

Аналитик

Заурбек Жунисов

Аналитик

Айнур Медеубаева

Главный офис, Москва

Россия, 125009 Москва
Романов переулок, дом 4
Тел. (495) 258 05 00
Факс (495) 258 05 47

Аналитич. управление (495) 258 05 11
Операции с акциями (495) 258 05 50
Операции с долговыми бумагами (495) 258 05 10
Трейдеры (495) 258 05 25
Опционы (495) 258 05 55
Структурные продукты (495) 258 05 72
Продукты казначейства (495) 258 05 30

Санкт-Петербург

Россия, 194153, Санкт-Петербург
Финляндский проспект, дом 4, лит. А
Бизнес-центр "Петровский форт"
Тел. (812) 332 33 00; факс (812) 332 66 57

Владивосток

Россия, 690091, Владивосток
ул. Мордовцева, дом 6
Тел. (423) 249 99 25; факс (423) 249 99 26

Волгоград

Россия, 400131, Волгоград
ул. Мира, дом 11
Тел. (8442) 96 82 11; факс (8442) 33 51 98

Воронеж

Россия, 394000, Воронеж
ул. Плехановская, дом 43
Тел. (4732) 35 56 47; факс (4732) 61 99 61

Екатеринбург

Россия, 620014, Екатеринбург
ул. Хохрякова, дом 10
Бизнес-центр "Палладиум", 5-й этаж, офис 504-505
Тел. (343) 310 70 00; факс (343) 379 2164

Иркутск

Россия, 664003, Иркутск
ул. Ленина, дом 19
Тел./факс (3952) 56 36 36

Казань

Россия, 420107 Казань
ул. Спартаковская, дом 6
Офисный центр "Suvar Plaza"
Тел./факс (843) 526 55 22

Краснодар

Россия, 350000 Краснодар
ул. Красная, дом 41
Тел./факс (861) 210 6061

Красноярск

Россия, 660049, Красноярск
Проспект Мира, дом 26
Тел. (3912) 91 81 00; факс (3912) 91 81 02

Набережные Челны

Россия, 423810, Набережные Челны
Проспект Мира, дом 52/16 (3/01)
Тел. (8552) 39 51 00; факс (8552) 39 51 03

Нижний Новгород

Россия, 603006, Нижний Новгород
ул. Алексеевская, дом 10/16
Бизнес-центр "Лобачевский Plaza", 6 этаж
Тел. (831) 220 1949

Новосибирск

Россия, 630004, Новосибирск
Проспект Димитрова, дом 1
Тел. (383) 210 55 02; факс (383) 210 55 03

Пермь

Россия, 614000 Пермь
ул. Ленина, дом 58
Тел. (342) 218 61 46; факс (342) 218 61 49

Ростов-на-Дону

Россия, Ростов-на-Дону
ул. Красноармейская, дом 206
Тел./факс (863) 268 88 99

Самара

Россия, 443001 Самара
ул. Молодогвардейская, дом 204
Тел. (846) 378 00 00; факс (846) 273 33 28

Тюмень

Россия, 625000 Тюмень
ул. 8 марта, д. 2/9А, 2 этаж
Тел. (3452) 39 54 50; факс (3452) 39 54 51

Уфа

Россия, 450077 Уфа
ул. Достоевского, дом 100/1
Тел. (347) 279 88 80; факс (347) 279 88 81

Хабаровск

Россия, 680030 Хабаровск
ул. Постышева, дом 22а
Бизнес-центр "Хабаровск-Сити", офис 505
Тел. (4212) 41 51 62; факс (4212) 41 51 65

Челябинск

Россия, 454091, Челябинск
ул. Карла Маркса, дом 38,
Бизнес-центр "Аркаим Плаза", офис 507
Тел. (351) 778 61 20; факс (351) 778 61 21

Ярославль

Россия, 150000, Ярославль
ул. Трефолева, дом 22
Тел. (4852) 67 04 07; факс (4852) 67 04 06

Тройка Диалог США

Carnegie Hall Tower
152 West 57th Street, 44th Floor
New York, NY 10019
Тел. +1 (212) 300 9600; факс +1 (212) 300 9601

Тройка Диалог Великобритания

85 Fleet Street, 4th Floor
London EC4Y 1AE
Тел. +44 (20) 7583 3257; факс +44 (20) 7822 0779

Тройка Диалог Украина

Украина, 01025 Киев
Рыльский пер., дом 6, 6 этаж
Тел. +380 (44) 207 37 80; факс +380 (44) 207 37 84

Тройка Диалог Казахстан

Казахстан, Алматы
ул. Толе би, дом 101
Бизнес-центр "Гермес", 5-й этаж, блок Б
Тел. +7 (727) 355 33 55; факс +7 (727) 355 33 56

Тройка Диалог Кипр

57 Digeni Akrita Ave
Zachariades Building, Office 301
Nicosia CY-1070
Тел. +357 (22) 87 5380; факс +357 (22) 87 5393

АНАЛИТИЧЕСКИЕ МАТЕРИАЛЫ ТРОЙКИ ДИАЛОГ

теперь доступны на iPad и iPhone



Настоящий аналитический отчет подготовлен Тройкой Диалог или ее аффилированным лицом, указанным в настоящем отчете, и содержит информацию только общего характера. Содержащие здесь информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов, других инструментов или производных на какой-либо из них. Этот отчет не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить этот отчет. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в этом отчете, а также учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем.

Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не предназначена для предоставления налогового совета, не является налоговым советом и не может быть использована кем-либо для предоставления такого совета. Инвесторам необходимо самостоятельно получить налоговый совет у независимого налогового советника, основываясь на их индивидуальных обстоятельствах.

Содержащиеся в настоящем отчете информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые мы, в целом, считаем надежными. Однако, не существует никаких гарантий и не представляется никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем отчете, или исправлять неточности.

Время от времени Тройка Диалог, ее аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем отчете. Тройка Диалог проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение действительного или потенциального конфликта интересов.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, может быть получена от Тройки Диалог по запросу. Этот отчет не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Тройки Диалог.

Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель отчета, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного отчета вправе использовать данный отчет только в случае, если он является таким допустимым получателем.