

**Динамика индексов PTC, MSCI EM и S&P 500**



Источник: Bloomberg

**Наш выбор**

<b>Нефть и газ</b>	НОВАТЭК ТНК-ВР Холдинг Газпром нефть
<b>Металлургия</b>	ENRC Highland Gold Mining
<b>Банки</b>	Сбербанк прив. Банк "Возрождение"
<b>Телекоммуникации</b>	МТС
<b>Потребительский сектор</b>	X5 Retail Group Группа ДИКСИ М.Видео
<b>Электроэнергетика</b>	Э.ОН Россия Холдинг МРСК ФСК ЕЭС
<b>Медиа и ИТ</b>	СТС Медиа
<b>Транспорт</b>	Глобалтранс
<b>Недвижимость</b>	Эталон
<b>Долговые бумаги. Еврооблигации</b>	Банк Москвы-13 Альфа-Банк-13
<b>Долговые бумаги. Рублевые облигации</b>	РСХБ БО-5 Газпром нефть-3 ЛУКОЙЛ-1 БО

# Стратегия. Ежемесячный обзор

## Ноябрьская непогода

- Едва закончился октябрь, по итогам которого большинство рынков показало наибольший прирост за последние 20 лет, как настроение инвесторов кардинально изменилось. Непосредственная причина очевидна: правительство Греции решило вынести на всенародный референдум вопрос о принятии плана помощи, предложенного ЕС, хотя на прошлой неделе считалось, что все уже согласовано. Референдум будет означать в лучшем случае повышенную неопределенность на мировых рынках вплоть до дня голосования (в начале декабря), а в худшем – провал плана, чреватый расколом еврозоны и тяжелыми политическими последствиями для стран, образующих костяк ЕС.
- Индивидуальные характеристики эмитентов сегодня мало влияют на динамику их акций: почти все рынки и финансовые инструменты движутся синхронно. На российском рынке инвесторы в этих условиях предпочитают работать с акциями интегрированных нефтегазовых компаний, предприятий черной металлургии и банков. Во втором эшелоне волатильность выше, но объем торгов слишком мал. Такое положение дел сохранится, вероятно, до конца года.
- Макроэкономические, в том числе бюджетные, показатели России продолжают улучшаться, и по этим параметрам она выглядит благополучнее большинства стран. Между тем российские акции дешевы: если не учитывать мультипликаторы добывающих секторов (традиционно низкие), среднее значение коэффициентов "цена / прибыль 2011о" и "цена / прибыль 2012о" составляет для российских фондовых индексов соответственно 8,5 и 7,0, а для Индекса MSCI – 9,5 и 8,5. Такой недооценки слишком мало для того, чтобы российские акции или валюта могли противостоять мировым тенденциям, но, как показал октябрь, вполне достаточно для того, чтобы они демонстрировали опережающий рост при улучшении настроения инвесторов.
- Во второй половине месяца рынок, возможно, начнет уделять некоторое внимание и российским событиям: приближаются выборы в Государственную думу, назначенные на 4 декабря; кроме того, ожидается, что до середины ноября Россия завершит переговоры о вхождении в ВТО и в середине декабря станет ее полноправной участницей. Мы рассматриваем последствия этого события для всей экономики и отдельных отраслей, выявляя компании, получающие наибольшее преимущество от вступления России в ВТО и лучше всего готовые к работе в тех условиях, которые, как считается, будут преобладать в мировой экономике в среднесрочной перспективе.

Крис Уифер +7 (495) 933 9886  
Chris\_Weafer@troika.ru

- Многие сырьевые товары в октябре заметно подешевели, но Brent устояла. Поддержка, которой цена нефти пользуется сейчас, может ослабнуть в случае сползания экономик США и ЕС в рецессию или резкого замедления роста в Китае. Однако следует иметь в виду, что опасения, связанные с ухудшением состояния мировой экономики, компенсируются растущим риском сокращения поставок нефти: политическая ситуация в Северной Африке и на Ближнем Востоке остается напряженной. В ноябре основными двигателями цен на нефть вновь будут настроение мировых рынков и динамика курса доллара к евро, но определенную роль может сыграть и усиление борьбы внутри ОПЕК, которым будет сопровождаться подготовка к намеченному на середину декабря заседанию министров нефтяной промышленности стран – членов картеля.
- Инвесторы снова понесли деньги в фонды развивающихся стран, но пока не в страновые, а в более безопасные сбалансированные фонды GEM. В конце октября впервые более чем за четыре месяца был отмечен нетто-приток средств, предназначенных для инвестиций в российский рынок. Будет ли этот приток временным или положит начало новой восходящей тенденции, решается сегодня не в Москве, а в Брюсселе, Вашингтоне и Пекине.

## Содержание

Ноябрьская непогода .....	4
Лучшие акции .....	6
Стратегия. Вхождение России в ВТО: новые стимулы и сроки реформ .....	10
Октябрьский обзор и ноябрьский прогноз .....	17
Нефть и газ. Байки из скважин .....	22
Металлургия. ВТО: слабое влияние .....	24
Банки. ВТО не изменит общую ситуацию .....	26
Телекоммуникации. Залог переоценки – ослабление конкуренции .....	29
Потребительский сектор. ВТО: двойкий эффект .....	31
Медиа и ИТ. Главное – прогноз роста в 2012 году .....	34
Электроэнергетика. ВТО: прямые последствия минимальны .....	36
Транспорт. Вход в мировую торговлю .....	39
Недвижимость. От ВТО пользы немного .....	42
Компании малой капитализации. Сравнительный подход .....	45
Долговые бумаги. Американские горки .....	48
Мировой рынок .....	51
Рынки EMEA .....	52
Макроэкономические показатели .....	53
Ликвидность .....	54

---

Примечание. Все данные приведены по состоянию на момент закрытия рынка 28 октября, если не указано иное.

---

## Ноябрьская непогода

*Но ничто не вечно, переменчивы сердца,  
И в холодный дождь ноябрьский не затеплится свеча.*

*ВИА Guns N' Roses. "Ноябрьские дожди"*

Едва закончился октябрь, по итогам которого большинство рынков показало наибольший прирост за последние 20 лет, как настроение инвесторов кардинально изменилось. Непосредственная причина очевидна: правительство Греции решило вынести на всенародный референдум вопрос о принятии плана помощи, предложенного ЕС, хотя на прошлой неделе считалось, что все уже согласовано. Референдум будет означать в лучшем случае повышенную неопределенность на мировых рынках вплоть до дня голосования, а в худшем – провал плана, чреватый расколом еврозоны и тяжелыми политическими последствиями для стран, образующих костяк ЕС.

Но, хотя в отрывке из песни Guns N' Roses, вынесенном в эпиграф, холодный ноябрьский дождь уже льет из-за разрыва с любимой (в нашем случае – из-за разрыва прекрасной Грецией договоренностей с ЕС), другой отрывок, которым мы завершаем статью, напоминает, что плохие погодные (и рыночные) условия не вечны. Инвесторы продолжают придерживаться той же тактики, которую исповедовали большую часть года: при обострении – отказывайся от всякого риска, при улучшении – бери на себя всякий риск. Сегодня возобладал греческий фактор. Кроме того, инвесторы недовольны последними экономическими данными из Китая и США. Однако если в ближайшие дни или недели будут приняты более эффективные меры, направленные на решение долговых проблем Греции и других стран еврозоны и на стимулирование мирового экономического роста, а макроэкономические индикаторы стабилизируются, то рынки может ждать новый подъем, подобный октябрьскому.

Индивидуальные характеристики эмитентов сегодня мало влияют на динамику их акций: почти все рынки и финансовые инструменты движутся синхронно. На российском рынке инвесторы в этих условиях предпочитают работать с акциями интегрированных нефтегазовых компаний, предприятий черной металлургии и банков. Во втором эшелоне волатильность выше, но объем торгов слишком мал. Такое положение дел сохранится, вероятно, до конца года.

Макроэкономические, в том числе бюджетные, показатели России продолжают улучшаться, и по этим параметрам она выглядит благополучнее большинства стран. Между тем российские акции дешевы: если не учитывать мультипликаторы добывающих секторов (традиционно низкие), среднее значение коэффициентов "цена / прибыль 2011о" и "цена / прибыль 2012о" составляет для российских фондовых индексов соответственно 8,5 и 7,0, а для Индекса MSCI – 9,5 и 8,5. Такой недооценки слишком мало для того, чтобы российские акции или рубль могли противостоять мировым тенденциям, но, как показал октябрь, вполне достаточно для того, чтобы они демонстрировали опережающий рост при улучшении настроения инвесторов.

Во второй половине месяца рынок, возможно, начнет уделять некоторое внимание и российским событиям. Приближаются выборы в Государственную думу, назначенные на 4 декабря. Ожидается, что до середины ноября Россия завершит переговоры о вхождении в ВТО и в середине декабря станет ее полноправной участницей. В настоящем обзоре мы рассматриваем последствия этого события для всей экономики и отдельных отраслей и приходим к выводу, что в краткосрочной перспективе оно не повлияет ни на рост ВВП, ни на текущую деятельность компаний, ни на страновую премию за риск, но может создать стимулы для более решительного проведения экономических реформ и повышения эффективности экономики.

Таким образом, те сектора и компании, которые больше других выигрывают от реформы и роста экономики, получают наибольшее преимущество и от вступления России в ВТО.

*И темноты не бойся, мы еще отыщем путь,  
Не вечны и холодные ноябрьские дожди.*

*Guns N' Roses. "Ноябрьские дожди"*

*Chris\_Weafer@troika.ru*

# Лучшие акции

## Ликвидные акции

### НОВАТЭК: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА – \$160

Инвесторам, ждущим подходящего момента для покупки акций компании, мы советуем воспользоваться текущей ситуацией. Наш прогноз роста добычи газа НОВАТЭКом повышен (уже в третий раз с начала года) – до 40%, что эквивалентно 52 млрд. куб. м. Даже новый прогноз может быть превышен, а кроме того, НОВАТЭК может сделать очередные приобретения активов и начать экспорт трубопроводного газа.

### НОВАТЭК и Индекс РТС



Источник: Bloomberg

### СБЕРБАНК (ПРИВ.): ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА – \$4,03

Мы считаем акции Сбербанка лучшим защитным активом в секторе, учитывая низкую долговую нагрузку банка, фондирование за счет депозитов, большой объем ликвидности, очень высокий коэффициент достаточности капитала и низкий уровень риска по ценным бумагам. Привлекательнее всего привилегированные акции Сбербанка, поскольку их дисконт к обыкновенным сократился почти до 20% на фоне недавнего спада на рынке. Сейчас “префы” Сбербанка котируются с коэффициентами “цена / капитал 2011о” в 1,1 и “цена / прибыль 2011о” в 4,5 и обеспечивают хорошую дивидендную доходность – 4,3%.

### Сбербанк (прив.) и Индекс РТС

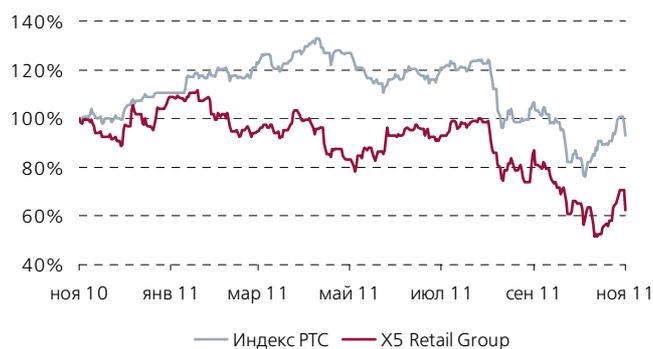


Источник: Bloomberg

### X5 RETAIL GROUP: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА – \$50

Несмотря на разочаровывающие операционные результаты за 3К11 и снижение прогноза роста продаж за 2011 год с 40% до 35%, мы сохраняем конструктивный взгляд на компанию, считая, что главной причиной замедления роста выручки стала высокая база сравнения в 2010 году. Мы с оптимизмом оцениваем долгосрочные перспективы группы и обращаем особенное внимание на ожидаемое ускорение органического роста благодаря синергетическому эффекту интеграции с Копейкой, который, как мы полагаем, в полной мере проявится в 2012 году. С 1 августа акции X5 подешевели на 30%, и коэффициент “стоимость предприятия / EBITDA 2012о” опустился до 7,0. Это соответствует 20%-му дисконту к аналогам с развивающихся рынков, хотя у X5 намного выше потенциал роста.

### X5 Retail Group и Индекс РТС



Источник: Bloomberg

## Менее ликвидные акции

### ТНК-ВР Холдинг: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА – \$3,60

Чтобы “оправдать” свою текущую рыночную капитализацию, компании достаточно выплатить в виде дивидендов лишь половину чистой прибыли. Это две трети прогнозируемого нами объема свободных денежных потоков – вполне возможный сценарий с учетом показателей за предыдущие периоды, делающий акции ТНК-ВР Холдинга безусловно привлекательными.

### ТНК-ВР Холдинг и Индекс РТС



Источник: Bloomberg

### Холдинг МРСК: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА – \$0,241

У акций холдинга есть как краткосрочный, так и долгосрочный катализатор роста. Краткосрочный – возможность включения бумаг в расчетную базу Индекса MSCI Russia, результаты пересмотра которой будут объявлены 15 ноября, долгосрочный – приватизация МРСК, которая может начаться в 2012 году. Дисконт стоимости холдинга к суммарной стоимости принадлежащих ему активов сократился до 19%. Существует, однако, и краткосрочный риск – возможность уменьшения ранее одобренных RAB или регулируемой нормы доходности инвестированного капитала. Новые тарифы для МРСК должны быть утверждены до 1 апреля 2012 года. Если считать, что RAB будет снижена на 15% для всех компаний, то, с соответствующей поправкой, текущее значение коэффициента “стоимость предприятия / RAB” для Холдинга МРСК составляет 0,39.

### Холдинг МРСК и Индекс РТС



Источник: Bloomberg

### Группа ЛСР: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА – \$11,74

Акции группы – одни из самых качественных в секторе недвижимости, при этом оцененные ниже всех по рыночным коэффициентам.

### Группа ЛСР и Индекс РТС



Источник: Bloomberg

## Стратегия. Основные показатели

### Россия: динамика секторов



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

### Потенциал роста на 12 месяцев



Источник: Тройка Диалог

### Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

### EV/ЕБИТДА – Россия, GEM и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

### Сравнительная оценка

	Капит. \$ млн.	ADT \$ млн.	2011о					2012о		
			P/E	EPS, г / г	EV/ЕБИТДА	P/BV	Чист. долг./ЕБИТДА	P/E	EPS, г / г	EV/ЕБИТДА
Нефть	244 381	914	4,7	34%	3,1	1,0	-5%	5,5	-14%	3,3
Газ	186 527	1 224	4,0	41%	3,4	0,7	46%	4,4	-9%	3,4
Черная металлургия	54 515	216	7,2	66%	4,8	1,2	149%	5,8	27%	3,9
Цветная металлургия	53 366	522	8,5	10%	4,8	1,5	97%	11,1	-21%	5,9
Банки	102 948	1 866	7,2	59%	-	1,3	-	5,9	21%	-
Мобильная связь	30 651	98	8,7	8%	3,9	2,0	90%	7,8	13%	3,4
Удобрения	31 034	160	10,5	139%	7,6	4,4	92%	6,2	68%	4,5
Драгоценные металлы	30 157	56	12,5	99%	8,3	1,6	6%	10,3	22%	6,6
Электроэнергетика	71 105	147	10,4	18%	4,6	0,6	84%	7,6	30%	3,9
Потребительский сектор	41 212	123	16,0	14%	8,4	2,5	111%	12,2	28%	6,8
Проводная связь	36 951	127	9,5	57%	3,8	1,4	71%	8,0	20%	3,3
Уголь	13 093	67	7,6	45%	5,9	1,3	247%	6,8	3%	5,4
Прочие	87 761	138	6,9	37%	4,3	1,1	122%	5,9	11%	3,8
<b>Россия</b>	<b>983 702</b>	<b>5 659</b>	<b>6,0</b>	<b>38%</b>	<b>3,9</b>	<b>1,0</b>	<b>58%</b>	<b>6,0</b>	<b>-1%</b>	<b>3,8</b>
<b>Россия (внутр. рынок)</b>	<b>363 356</b>	<b>2 498</b>	<b>8,5</b>	<b>37%</b>	<b>4,5</b>	<b>1,1</b>	<b>99%</b>	<b>7,0</b>	<b>19%</b>	<b>3,9</b>
<b>Россия (экспортеры)</b>	<b>620 346</b>	<b>3 161</b>	<b>5,1</b>	<b>38%</b>	<b>3,7</b>	<b>1,0</b>	<b>41%</b>	<b>5,5</b>	<b>-7%</b>	<b>3,7</b>
<b>Развив. рынки</b>			<b>9,5</b>	<b>18%</b>	<b>6,0</b>	<b>1,6</b>	<b>100%</b>	<b>8,5</b>	<b>10%</b>	<b>5,4</b>
<b>Развитые рынки</b>			<b>12,3</b>	<b>13%</b>	<b>6,7</b>	<b>1,5</b>	<b>104%</b>	<b>10,8</b>	<b>11%</b>	<b>6,0</b>

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

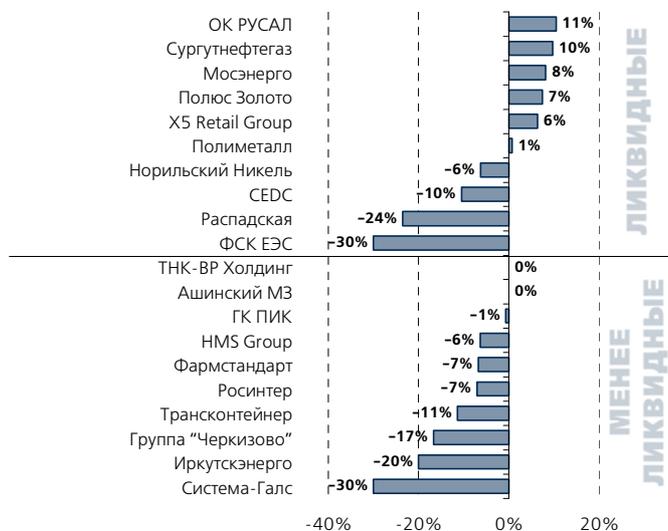
## Акции

### Лидеры роста за месяц



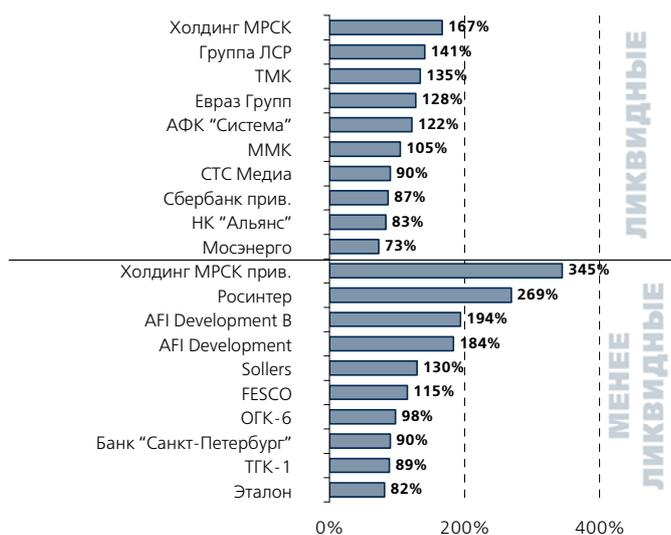
Источник: Bloomberg

### Отстающие за месяц



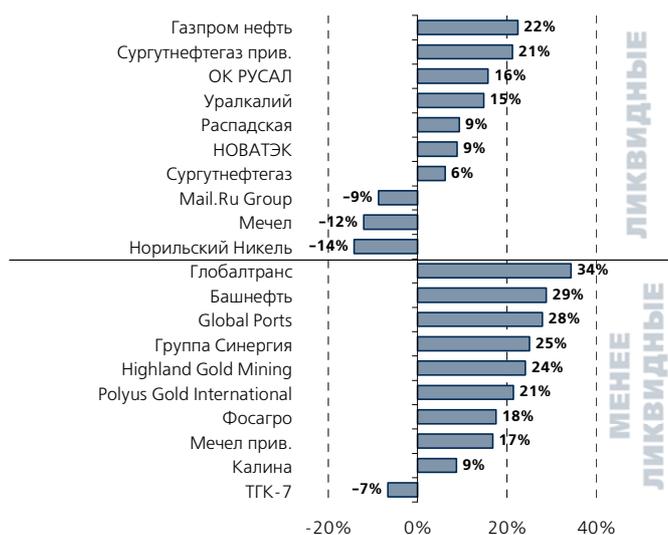
Источник: Bloomberg

### Наибольший потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

### Наименьший потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

### Понижение целевых цен (рекомендаций) в прошлом месяце

	Рекомендация		Целевая цена, \$		
	Прежняя	Новая	Прежняя	Новая	Изм.
Э.ОН Россия	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	0,130	0,126	-3%
Энел ОГК-5	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	0,114	0,100	-12%
Мостотрест	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	10,00	8,66	-13%
ТГК-7	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ	0,082	0,069	-16%
Норильский Никель	ДЕРЖАТЬ	ПРОДАВАТЬ	23,18	17,61	-24%
Мосэнерго	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	0,151	0,114	-25%
ОГК-1	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	0,060	0,040	-33%
МТС	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	30,30	18,90	-38%
ТГК-1	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	0,00114	0,00070	-38%
Кузбассэнерго	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ	0,0144	0,0087	-40%
ОГК-2	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	0,078	0,044	-44%
ОГК-3	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	0,079	0,043	-45%
Мечел	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ	32,00	12,67	-60%
Распадская	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ	8,20	3,22	-61%

Источник: Тройка Диалог

### Повышение целевых цен (рекомендаций) в прошлом месяце

	Рекомендация		Целевая цена, \$		
	Прежняя	Новая	Прежняя	Новая	Изм.
Калина	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	48,00	132,20	175%
Газпром нефть	ДЕРЖАТЬ	ПОКУПАТЬ	5,25	5,25	0%
Татнефть	ДЕРЖАТЬ	ПОКУПАТЬ	6,75	6,75	0%
ФСК ЕЭС	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	0,0149	0,0150	1%

Источник: Тройка Диалог

---

## **Стратегия. Вхождение России в ВТО: новые стимулы и сроки реформ**

*У настоящего торговца нет отечества.*

*Томас Джефферсон*

Вступление в ВТО не сразу повлияет на темпы экономического роста, работу российских компаний и премии за риск инвестиций в российские активы. Однако оно создаст мощный стимул для более серьезного подхода к реформированию экономики и повышению эффективности промышленности. Материализация выгод, которые должны обеспечить такие изменения, должна будет прибавить к росту ВВП 1–3% в год (оценка Всемирного банка), а постепенное снижение премии за риск существенно сократит традиционный дисконт российских компаний к мировым аналогам.

Лучший способ сделать ставку на вступление России в ВТО – инвестировать в акции секторов и компаний, которые будут в наибольшем выигрыше от реформ и продолжения экономического роста. Присоединение к ВТО также будет способствовать более четкому определению плана и графика реформ.

### **План и сроки реформ**

Вероятно, в середине ноября российская сторона завершит переговоры о вступлении в ВТО (которые начались еще в июне 1993 года) на очередном заседании соответствующей рабочей группы, и уже в декабре страна примет участие в заседании Совета ВТО в качестве полноправного участника. Членство в ВТО отнюдь не обеспечит быстрых путей решения проблем, обусловленных в целом неблагоприятной средой для ведения бизнеса в России и довольно скептической оценкой местных инвестиционных рисков. Однако это очень важный шаг на пути к повышению эффективности российского бизнеса. Кроме того, он поможет увеличить приток инвестиционного капитала (как зарубежного, так и отечественного).

Вступление в ВТО обеспечит более благоприятный регуляторный режим для иностранных инвесторов и создаст для российской промышленности долгосрочные стимулы к повышению своей эффективности перед лицом усиливающейся конкуренции со стороны иностранных компаний. В этом смысле вступление в ВТО будет весьма значимым событием, которое даст дополнительные основания рассчитывать, что приоритетной задачей нового правительства страны будет дальнейшее реформирование экономики и (что еще важнее) изменение имиджа России с точки зрения восприятия страновых рисков. Можно будет рассчитывать на большее участие иностранных производителей товаров и услуг в российской экономике.

Таким образом, вступление в ВТО создаст для следующего правительства России рамочные условия, позволяющие стимулировать повышение эффективности и диверсификацию экономики – подобно тому, как право на проведение чемпионата мира по футболу в 2018 году определяет сроки для ключевых изменений в инфраструктуре страны. Конечно, стимулы можно проигнорировать, а в сроки не уложиться. Ситуация прояснится лишь в течение ближайших нескольких лет. Однако активизация властей в вопросе о членстве в ВТО, по крайней мере, подтверждает, что затянувшийся период подготовки завершается – настало время для открытости и инвестиций.

Экономические последствия проявятся не сразу. В целом, заданный вступлением в ВТО импульс будет скорее позитивным, чем негативным, поскольку предполагается, что активизация

реформ будет проходить при соблюдении условий и исполнения обязательств, которые налагаются на члена организации. В противном случае правительство едва ли активизировало бы усилия по вступлению в ВТО и стремилось обеспечить стране место в этой организации до очередных президентских выборов. Вступление в ВТО благоприятно не для всех отраслей экономики, но затронет оно всех. Некоторые выиграют от ослабления экспортных ограничений, другим придется повышать эффективность в связи со снижением импортных барьеров.

Европейские компании изначально находятся в более выгодной позиции с точки зрения вступления России в ВТО. Торговый оборот со странами Евросоюза доминирует в структуре российской внешней торговли, а уровень интеграции европейской и российской промышленности выше и имеет более продолжительную историю. У американских компаний возможностей будет меньше в связи с ограничениями, налагаемыми поправкой Джексона-Вэника. Впрочем, эти ограничения, помимо прочего, нарушают правила членства в ВТО, поэтому после вступления России в эту организацию они будут очень быстро отменены. Поправка Джексона-Вэника, будет дезавуирована почти автоматически, несмотря на политически мотивированные протесты в Конгрессе США. В противном случае проиграют американские компании.

## Дальнейшие шаги

В октябре завершились переговоры о вступлении в ВТО между Россией и Евросоюзом, а затем увенчалось успехом швейцарское посредничество в споре между Москвой и Тбилиси по вопросу о мониторинге границы в Абхазии и Южной Осетии. Недавно поступило сообщение о том, что стороны пришли к взаимоприемлемому соглашению. Эта сделка позволяет рассчитывать, что 10–11 ноября на заседании рабочей группы по вступлению России в ВТО будет заключено окончательное соглашение о членстве страны в этой организации. Ожидается, что на очередном заседании Совета ВТО 15–17 декабря будет единогласно одобрено вступление России в организацию.

### Динамика ВВП стран БРИК



Источник: МВФ, Bloomberg

## Эволюция

Влияние вступления в ВТО будет постепенным, а работать по принципу кнута и пряника. Премьер-министр Владимир Путин отчетливо дал понять, что правительство не откажется от протекционистских мер, которые уже много лет действуют в отношении ключевых отраслей российской экономики – в том числе автомобильной, фармацевтической, сельскохозяйственной, и в отношении некоторых сегментов потребительского сектора. Однако такая отсрочка (период подготовки к переходу на правила ВТО) не является чем-то необычным: она определяет конкретные сроки запуска механизмов, призванных обеспечить позитивные отраслевые изменения.

Опыт других стран, вступивших в ВТО, свидетельствует о том, что членство в этой организации отнюдь не оказывает негативного воздействия на отдельные сектора местной экономики

(как утверждают некоторые). Оно обуславливает ускоренное развитие отраслей, поскольку местным компаниям ничего не остается, кроме как подтянуться до уровня высокоразвитых зарубежных конкурентов.

## Последствия для конкретных секторов экономики

В данном обзоре наши отраслевые аналитики оценили возможные последствия членства России в ВТО для каждого из освещаемых ими секторов. Выводы совпадают: резких изменений не будет, в отраслях уже внедрен лучший зарубежный опыт, и сейчас компании адаптируются к условиям, предполагающим усиление конкуренции со стороны иностранных аналогов как на внутреннем, так и на внешних рынках. При этом вступление в ВТО, безусловно, станет постоянным стимулом к дальнейшим изменениям и определит их сроки.

- **Потребительский сектор.** Российские производители столкнутся с усилением конкуренции в результате более дешевого импорта. Владимир Путин уже заявил о плане поддержки данной отрасли и мерах по повышению ее эффективности.
- **Монополии.** В связи с вступлением в ВТО России придется повысить уровень либерализации на местном рынке энергоносителей и положить конец политике, которая рассматривается как субсидирование газовой отрасли. Фактически, это будет означать усиление конкуренции на внутреннем рынке газа, при этом внутренние цены приблизятся к "очищенной" экспортной цене и будет расширен доступ независимых производителей к потребителям газа. Такое развитие событий также должно положить конец монополии Газпрома на экспорт природного газа. Впрочем, все эти изменения не являются неожиданными и уже в основном учтены в оценке акций.
- **Обрабатывающая промышленность.** Ожидается продолжительный переходный период, в течение которого местным компаниям производственного сектора (во всех сегментах) не придется столкнуться с ростом конкуренции со стороны импортной продукции. Владимир Путин неоднократно и отчетливо говорил об этом.
- **Экспортерам** предстоит снижение барьеров в виде тарифов и квотирования импорта их продукции в другие страны (сейчас эта проблема в основном актуальна для производителей стали). Действующие тарифы и квоты будут отменяться постепенно.

## Ожидаемые изменения импортных пошлин

России придется существенно снизить пошлины на импорт продукции целого ряда отраслей, в том числе на перечисленные ниже виды продукции.

- Продукция сельского хозяйства: пошлины будут снижены с 35% до 25%.
- Промышленные товары – с 15% до 6%.
- Машины и оборудование – с 15% до 9%.
- Химическая продукция – с 10% до 6%.
- Авиатехника – с 20% до 9% или 5%.
- Фармацевтическая продукция – с 15% до 6%.
- Медицинское оборудование – с 15% до 5%.
- Пошлину на импорт высокотехнологичной продукции придется отменить.

Кроме того, России придется отказаться от ограничений на право собственности в ряде отраслей.

- Банкам больше не придется регистрировать новые юридические лица в российской юрисдикции, чтобы работать на местном рынке. Предельно допустимая доля местного рынка банковских услуг, согласно условиям рабочего документа, будет повышена с 15% до 50%.
- Страховые компании смогут учреждать 100%-е дочерние структуры (сейчас доля иностранных учредителей в капитале страховых компаний не может превышать 49%).
- Будет снято действующее ограничение (49%) на долю иностранных акционеров в капитале телекоммуникационных компаний.
- У иностранных акционеров появится возможность увеличивать свою долю в компаниях, оказывающих услуги коммерческим предприятиям и услуги по дистрибуции, до 100%.

### **Существующая экономическая модель недостаточна**

С учетом объема расходов на социальные программы, оборону и государственное управление, российский бюджет может быть сбалансированным при средней цене Юралз в \$110–120 за баррель. Нынешняя бюджетная поддержка слишком мала, чтобы стимулировать рост новых отраслей, особенно в сегменте компаний малой и средней капитализации. Вместе с тем очевидно, что запустить новый бизнес очень трудно. Компании постоянно жалуются на административные барьеры и в целом неблагоприятный деловой климат.

России нужна новая модель, которая упростила бы создание и развитие бизнеса. В этом случае появился бы стимул для притока инвестиций, как со стороны российских инвесторов, которые сейчас держат свои капиталы за рубежом, так и со стороны иностранных инвесторов. К примеру, России необходимо привлекать известные зарубежные компании в качестве партнеров в отраслях, которые не развивались в течение почти 20 лет или были неэффективными из-за устаревших методов управления и технологий.

Одним словом, новому правительству придется решать проблемы, из-за которых Россия воспринимается как высокорискованный регион для инвестиций и ведения бизнеса.

Совокупный объем расходов на инфраструктуру в ближайшие пять лет, по консервативным оценкам, составляет \$500 млрд. Плановые доходы от приватизации могут покрыть 20% этого объема, хотя более реалистичная оценка поступлений от приватизации – около \$50 млрд. Остальную часть необходимо обеспечить за счет расширения партнерских схем с участием государства и частных компаний, а также благодаря притоку прямых зарубежных инвестиций и привлечению средств на долговом рынке.

Все три пункта в настоящее время не внушают оптимизма: так, в 2010 году прямые иностранные инвестиции составили менее 1% от ВВП. Впрочем, у России есть большие возможности привлечения средств на долговом рынке: отношение долга к ВВП сейчас ниже 11%, а совокупная стоимость всех внешних заимствований покрывается стоимостью валютных резервов.

### **Новое понимание действующей экономической модели**

Иллюзии того, что Россия может стать экономической сверхдержавой без серьезных инвестиций в инфраструктуру, развеялись после аварии на Саяно-Шушенской ГЭС в августе 2009 года и сильнейшего спада в сельскохозяйственном секторе в августе 2010 года. Анализ прошедшего и дебаты, начавшиеся после этих событий, показали, что прогресс в других секторах экономики невозможен, пока существует угроза энергетического коллапса, пока не улучшится состояние дорог и пока страна настолько сильно зависит от импорта продуктов питания и базовых лекарств.

## Новая экономическая модель: усиление потребности в иностранных инвестициях

Российские власти делают ставку на то, что политика “открытых дверей” будет действовать в обе стороны. Многим крупным российским компаниям также необходимо налаживать стратегические связи с ведущими иностранными компаниями, особенно в Европе. Кроме того, государство выражает готовность работать над улучшением восприятия России иностранными инвесторами, правовыми органами и крупными корпорациями. Именно поэтому Россия так активно добивалась права проводить такие крупные спортивные состязания как чемпионат мира по футболу и “Гран-при” Формулы-1, именно поэтому после 17 лет колебаний сейчас Россия активно едет переговоры, чтобы вступить в ВТО к концу года. России необходим инвестиционный капитал, но и опыт работы зарубежных компаний, для того чтобы “слезть с нефтяной иглы”.

Правительству придется серьезно поработать, чтобы изменить негативное восприятие России и устранить правовые и административные барьеры, которые до сих пор мешают прямым инвестициям. Смягчение внешней политики, вступление в ВТО, проведение спортивных соревнований высшего уровня и активная PR-кампания – это верные шаги, однако для того, чтобы принципиально изменить отношение инвесторов к России и связанным с ней рискам в долгосрочной перспективе, нужны заметные успехи в борьбе с коррупцией, снижение уровня бюрократии и повышение доверия к правовой системе, которая должна обеспечивать защиту инвесторов.

## Краткий обзор ВТО

### Принципы членства

Всемирная торговая организация занимается регулированием торгово-политических отношений ее участников. Работа ВТО основана на пяти ключевых принципах.

- **Принцип недискриминации** реализуется через применение режима наибольшего благоприятствования (РНБ) и национального режима. В рамках этих двух режимов действуют основные правила ВТО в отношении торговли товарами, услугами и интеллектуальной собственностью, однако их масштаб и применение различаются в зависимости от сегмента.
  - **Режим наибольшего благоприятствования** требует, чтобы страна – член ВТО обеспечивала одинаковые условия торговли для всех участников ВТО. Это означает, что она должна предоставить всем другим членам организации наиболее благоприятные условия, на которых допускается осуществлять торговлю определенным видом продукции.
  - **Национальный режим** требует, чтобы импортные товары не подвергались дискриминации на внутреннем рынке (по крайней мере, после того как они попали на рынок). Этот режим нацелен на устранение препятствий для торговли, не связанных с тарифами, таких как технические стандарты и нормы безопасности, которые могут дискриминировать импортные товары.
- **Взаимность.** Этот принцип, с одной стороны, должен ограничить возможности безвозмездного пользования преимуществами режима наибольшего благоприятствования, а с другой стороны, должен улучшить доступ к зарубежным рынкам. Предполагается, что стране-участнице будет выгоднее принцип взаимности, чем односторонняя либерализация.
- **Связывающие и подлежащие исполнению обязательства.** Тарифные обязательства, которые принимают на себя члены ВТО, в ходе многосторонних переговоров по торговле и доступу на рынок, перечислены в Перечнях тарифных уступок. В этом списке оговариваются предельный уровень тарифов. Страна может изменить свои тарифы, но только после переговоров с торговыми партнерами, и в этом случае ей придется компенсировать им убытки.

Если такой компенсации не будет, пострадавшая страна может подать жалобу и инициировать разрешение спора в соответствии с оговоренными процедурами ВТО.

- **Транспарентность.** Члены ВТО обязаны публиковать свои нормативные акты, регулирующие торговлю, создавать и поддерживать институты для анализа административных решений, затрагивающих сферу торговли, предоставлять информацию по запросам других членов ВТО и уведомлять ВТО об изменениях в торгово-политическом режиме. Указанные требования к внутренней прозрачности процессом наблюдения – для этого выпускаются периодические обзоры по отдельным странам в рамках механизма обзора торговой политики. Система ВТО также нацелена на повышение прогнозируемости и стабильности, отказ от квотирования и других мер количественного ограничения импорта.
- **Предохранительные механизмы.** В особых случаях страны могут принимать меры по ограничению торговли. Условия, при которых могут быть применены предохранительные механизмы, подразделяются на три категории:
  - использование торговых мер для достижения неэкономических целей;
  - обеспечение справедливых условий конкуренции;
  - вмешательство в торговлю по экономическим причинам.

#### **СИСТЕМА РАБОТЫ ВТО**

В рамках ВТО действует принцип “одна страна – один голос”, но на практике голосование не проводится. В основном решения принимаются на основе консенсуса, и влияние страны при принятии решений в основном определяется ее относительным весом на рынке. Преимущество практики консенсусов – это возможность находить наиболее приемлемые для большинства решения. Основной недостаток – слишком долгий срок принятия решений и большое количество раундов переговоров для выработки консенсуса. Кроме того, финальные соглашения зачастую имеют двусмысленные формулировки по спорным вопросам, что осложняет дальнейшую интерпретацию соглашений.

В действительности переговоры в рамках ВТО – это не достижение консенсуса между всеми участниками, а неформальные консультации между небольшими группами стран. Такие переговоры неофициально называются “консультациями в зеленой комнате” (изначально они проводились в декорированном в зеленых тонах офисе генерального директора ВТО в Женеве) или “мини-министерские встречи”, когда они проходят в других странах. Этот процесс регулярно подвергается критике со стороны многих развивающихся стран, которые входят в ВТО, – они жалуются на то, что их исключают из переговоров.

#### **РАЗРЕШЕНИЕ СПОРОВ**

В 1994 году члены ВТО заключили Соглашение о правилах и процедурах, регулирующих разрешение споров, которое стало дополнением к Марракешскому соглашению об учреждении ВТО, подписанному в 1994 году. ВТО считает соглашение о разрешении споров организации центральной частью многосторонней торговой системы и “уникальным вкладом в стабильность глобальной экономики”. В соответствии с соглашением, если члены ВТО полагают, что кто-либо из участников ВТО нарушает правила торговли, они могут использовать многостороннюю систему урегулирования споров, вместо того чтобы действовать в одностороннем порядке.

В процессе разрешения споров в рамках ВТО участвуют Орган по разрешению споров и создаваемые им третейские группы, Апелляционный орган, Секретариат ВТО, арбитражные группы, независимые эксперты и несколько специализированных институтов.

### **Поправка Джексона-Вэника**

Поправка к Закону о торговле США была принята в 1974 с целью ограничить торговые отношения США со странами с нерыночной экономикой путем отказа от режима наибольшего благоприятствования. Первоначально поправка была нацелена на ограничение торговли со странами социалистического блока, которые препятствовали эмиграции своих граждан и нарушали другие права человека. Поправка была принята в ответ на введение в СССР налога на высшее образование, который взимался с представителей еврейской национальности, пытавшихся эмигрировать.

*Chris\_Weafer@troika.ru*

---

## Октябрьский обзор и ноябрьский прогноз

*Люди, как некто удачно выразился, мыслят стадом; вы узнаете, что стадом же они сходят с ума, а в сознание приходят медленно и поодиночке.*

*Чарльз Маккей. Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы*

Уже начался ноябрь, а долговые проблемы еврозоны не решены, и это беспокоит инвесторов. Новость о том, что Греция решила вынести вопрос о новой программе финансовой помощи на всенародный референдум, мгновенно обрушила рынки. До тех пор пока вопрос тем или иным образом не разрешится, опасения, что по итогам референдума утвержденный Евро-союзом пакет помощи может быть отвергнут, будут дамокловым мечом рынка.

Все же инвесторы явно надеялись, что уверенное ралли, отмеченное на большинстве рынков в октябре, продолжится и позволит отыграть потери, понесенные во втором и третьем кварталах. Действительно, макроэкономические индикаторы в США и доходы американских компаний в целом обнадеживают, а Германия и Франция, судя по всему, твердо намерены найти решение региональных долговых проблем. В противовес этому есть опасения, что все положительные факторы уже учтены в цене активов и разумнее всего зафиксировать прибыль на октябрьских уровнях и не возвращаться на рынок раньше конца года. То, как разрешится этот “конфликт настроений” в ноябре, будет зависеть от событий начала месяца, в частности от того, какие меры в ответ на текущие события предпримет ФРС, как будет развиваться ситуация вокруг предложенных способов преодоления долгового кризиса в Европе и какими будут итоги саммита “большой двадцатки” в Каннах.

Цена на российские активы, как и прежде, определялись движением мировых рынков. В ноябре, судя по всему, котировки останутся под влиянием все тех же общемировых процессов. Макроэкономические и бюджетные показатели России продолжают улучшаться: по сравнению со многими другими странами Россия находится в благоприятном положении. Несмотря на это, ни российские акции, ни рубль не могут противостоять глобальным тенденциям, хотя некое подобие опережающей динамики российский рынок все может показать, особенно на фоне благоприятной общемировой конъюнктуры, как было в октябре. Впрочем, в ноябре на рынке может сформироваться некоторый оптимизм, связанный с приближением выборов в Государственную думу (4 декабря) и долгожданном вступлении России во Всемирную торговую организацию (середина декабря).

Среди основных событий ноября – декабря, способных повлиять на рыночную динамику, отметим следующие.

- 1–2 ноября: заседание Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США.
- 3–4 ноября: саммит G20 в Каннах.
- 8 ноября: открытие газопровода “Северный поток”.
- 10 ноября: заседание рабочей группы по вопросу присоединения России к ВТО.
- Ноябрь: встреча дискуссионного клуба “Валдай” с главой правительства РФ.
- 4 декабря: выборы в Государственную думу.
- 14–15 декабря: совещание ОПЕК.

- 15–17 декабря: заседание Генсовета ВТО.
- 25 декабря: 20-летний юбилей распада СССР и образования Российской Федерации.

Перечислим основные факторы рыночного оптимизма.

- Евросоюз наконец выработал решение (пусть временное, неполное и не самое ясное), которое поможет предотвратить разрастание долгового кризиса. Данный шаг демонстрирует решимость европейских властей в борьбе с долговой проблемой.
- Доходы почти 75% компаний, входящих в индекс S&P 500, по итогам 3К11 превысили прогнозы аналитиков.
- Макроэкономические индикаторы США в октябре показали либо уверенное, либо небольшое улучшение.
- Рост китайской экономики по-прежнему динамичен, хотя и ниже прогнозов. В попытке стимулировать дальнейший рост правительство рассматривает вариант отмены ограничительных мер.

Перечислим явные рыночные страхи.

- Рынок облигаций быстро позабыл о греческой проблеме: спустя лишь два дня с момента одобрения властями ЕС увеличения фонда EFSF пошли вниз цены бумаг Италии и Испании.
- Экономисты по-прежнему указывают на риск новой рецессии в 1К12.
- В 2012 году предстоят выборы в ряде ведущих стран (США, Китай, Франция и пр.). Инвесторы опасаются, что решения, предлагаемые для борьбы с экономическим и долговым кризисом, могут оказаться сиюминутными и политически мотивированными.

## **ВТО: на финишной прямой**

В России основным информационным поводом конца октября стали последние шаги к вступлению в ВТО спустя долгие годы переговоров. После заключения соглашения между Россией и ЕС в середине октября представитель Грузии на двусторонних переговорах заявил, что его страна принимает компромиссное соглашение, достигнутое при посредничестве Швейцарии. Представитель России высказался более осторожно, сообщив, что решение будет объявлено в начале ноября. Возможно, в случае принятия положительного решения российские новости впервые за несколько месяцев окажут поддержку рынку. Очевидно, что вступление в ВТО будет положительным фактором: помимо выгод от самого членства в организации, Москва продемонстрирует готовность улучшать инвестиционный климат и снижать бизнес-риски для зарубежных инвесторов. Хочется надеяться, что это будет в числе приоритетов новой администрации. Подробнее см. другие разделы настоящего обзора.

## **Риск уменьшения поставок и слабый доллар способствуют росту цен на нефть**

- **Цены на нефть высокие из-за риска уменьшения поставок.** В сентябре динамика Brent была сравнительно благоприятной, несмотря на общее снижение цен на другие сырьевые товары. Дорогой была нефть и в октябре. За период с 3 по 28 октября стоимость барреля Brent выросла на 7% и вплотную приблизившись к отметке \$110. Опасения рецессии в США и Европе и сильного замедления экономического роста в Китае плохо влияют на нефтяной рынок, но их компенсирует постоянно растущая премия за риск сокращения поставок нефти из-за политической нестабильности в Северной Африке и на Ближнем Востоке. В октябре росту цен на нефть способствовало и ослабление доллара.

- **Уязвимость перед общемировыми тенденциями.** Котировки нефти в ноябре останутся под влиянием настроений на мировых рынках и динамики курса евро к доллару. С началом месяца активизировались “медведи” (даже в большей степени, чем в сентябре – октябре), поэтому любое негативное событие, будь то огрехи в политической стратегии или слабые макроэкономические показатели в США, ЕС или Китае, вполне может быстро отправить цену Brent обратно к уровню \$100 за баррель. Возможны новости и от ОПЕК: на середину декабря запланирована встреча министров нефтяной промышленности стран – участник картеля. Очень вероятно, что Саудовская Аравия решит воспользоваться моментом и в ходе совещания попытается частично восстановить то политическое влияние, которое она на сентябрьской встрече уступила “ценовым ястребам”, не поддержавшим увеличение добычи в расчете на рост цен.
- **Влияние ОПЕК.** После “арабской весны” правительство Саудовской Аравии было вынуждено увеличить социальные расходы, и теперь для бездефицитного бюджета стране нужна цена Brent на уровне \$100–110 за баррель (по сравнению с \$70 / барр. всего год с небольшим назад). Однако страна едва ли поддержит меры ОПЕК по предотвращению дальнейшего снижения цен на нефть, которые могут быть в превентивном характере предприняты в следующие месяцы, например, в случае резкого ухудшения макроэкономических прогнозов. Как полагает рынок, что для того чтобы Саудовская Аравия выступила за эти меры, баррель должен подешеветь до \$80. Учитывая, что в будущем году аравийским властям нужна цена не ниже \$100, сокращения добычи следовало бы ожидать уже предстоящей весной. Однако есть и доводы в пользу того, что Саудовская Аравия может допустить снижение цены Brent.
  - Средняя экспортная цена нефти из Саудовской Аравии в 2011 году довольно высока, а финансовых резервов страны достаточно для субсидирования бюджета в будущем году.
  - Саудовская Аравия всегда старалась не допускать слишком затяжных ценовых подъемов, поскольку это стимулирует развитие альтернативных источников энергии.
  - Снижение цен на нефть зимой придаст хороший импульс росту мировой экономики.
  - Сторонники роста цен в ОПЕК (например, Иран) быстрее и сильнее других пострадают от падения котировок нефти, что позволит Саудовской Аравии и другим членам организации, придерживающимся политики умеренного повышения цен (в основном это члены Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива), вернуть себе главенствующие позиции в ОПЕК.
- **Ливия под вопросом.** Несмотря на гибель Муамара Каддафи, нет уверенности в том, что различные оппозиционные группировки смогут сформировать единое правительство. После смерти диктатора оппозиция утратила общую цель, и дальнейшие действия придется согласовывать по крайней мере четырем различным региональным группам. Пока этого не произойдет, страна не сможет восстановить добычу нефти в объеме свыше 500–600 тыс. баррелей в сутки.
- **Нестабильность в арабском мире – долгосрочная угроза.** Алжир – последняя страна региона с авторитарным режимом и потенциальный новый источник внутренней нестабильности. В сентябре Алжир добыл 1,3 млн. барр. нефти. Ситуация в Египте также непростая, и не исключено, что после выборов в конце ноября снова начнутся беспорядки. Ожидается, что усилятся позиции партии “Братья-мусульмане”, и это также не добавит региону стабильности. После смерти наследного принца Саудовской Аравии в центре внимания оказался вопрос престолонаследования. Велика вероятность того, что заинтересованные группировки в стране и за ее пределами используют эту возможность для дестабилизации ситуации. Ряд последних событий лишь подкрепляет эти опасения.

- **России все на пользу.** Подводя итог, отметим, что ожидаемые новости, а также события в Северной Африке и на Ближнем Востоке зимой должны привести к повышению премии за риск уменьшения глобальной добычи нефти, если не произойдет сильного падения спроса в Китае и Индии. Это открывает хорошие перспективы для инвестиционных и биржевых фондов, которые делают ставку на Россию как одну из ведущих нефтедобывающих стран.

## Торги в октябре: возвращение быков

- **Лучший октябрь за последние 25 лет.** Мировые фондовые рынки росли вплоть до 31 октября: инвесторы положительно отреагировали на соглашение по долгу в еврозоне, сильные показатели компаний и в целом хорошие макроэкономические данные в США. Хотя в последние торговые сессии октября некоторые инвесторы предпочли зафиксировать прибыль, большинство рынков по итогам месяца показало наибольший помесечный рост с 1974 года. После утверждения пакета финансовой помощи ЕС индекс MSCI World прибавил 5,0%, а за месяц рост индекса составил 13,6%. В результате с начала года индекс отступил лишь на 2,0%. Американский S&P 500 вплоть до закрытия рынков 28 октября также продемонстрировал самый значительный прирост с 1974 года: месячный рост составлял 14%, а за последнюю неделю месяца индекс прибавил 3,8%. Недельная динамика европейских и азиатских индексов в октябре также была положительной, а по итогам месяца эти рынки выросли в совокупности на 10%.
- **Аппетит к риску способствовал росту развивающихся рынков.** Развивающиеся рынки опережали развитые, поскольку доход по сделкам с более рискованными активами вырос с увеличением объема новых инвестиций в сбалансированные фонды GEM. Индекс MSCI EM повысился за последнюю неделю октября на 9,8%, и это был самый значительный недельный рост с декабря 2008 года. Индекс MSCI EM сейчас находится в восходящем тренде: с начала октября он вырос на 22%.
- **В авангарде – российские активы.** Российские индексы, рассчитываемые в долларах, лидировали среди индексов развивающихся стран: Индекс РТС по итогам месяца поднялся на 20,1%, Индекс российских ГДР (IOB) – на 21,4%. Рублевый Индекс ММВБ увеличился на 11,7%. К закрытию рынков 28 октября Индекс РТС вырос на 32% по сравнению с минимумом 5 октября. Индекс IOB за тот же период прибавил в весе 36%: инвесторы активно покупали акции, у которых выше потенциал в случае ускорения роста мировой экономики.
- **Укрепление рубля благодаря повышению интереса к рискованным активам и роста цен на нефть.** Главной причиной более значительного роста долларowego Индекса РТС относительно рублевого индекса ММВБ стало укрепление рубля на 7,2% по отношению к доллару. Частично это обусловлено снижением курса евро к доллару (на 5,7%), а также ростом валют других развивающихся стран. Как и в случае с российскими акциями, рост рубля особенно ощущался ввиду значительного ослабления курса российской валюты в предыдущие месяцы. Подорожание Brent на 7% в октябре также обеспечило благоприятные условия для рубля и улучшило общее отношение инвесторов к российскому рынку.

### Динамика основных мировых и российских фондовых индексов, сырьевых цен и валютных курсов

	Цена	Октябрь	С начала года
РТС	1 610,3	20,1%	-9,0%
ММВБ	1 526,6	11,7%	-9,6%
IOB GDR	919,9	21,4%	-6,9%
MSCI EM	1 010,1	14,7%	-12,3%
MSCI World	1 254,2	13,6%	-2,0%
S&P 500	1 285,1	13,6%	2,2%
Медь, \$ / фунт	370,6	17,2%	-16,7%
Брент, \$ / барр.	109,91	7,0%	18,6%
Рубль / доллар	29,839	7,2%	2,2%
Доллар / евро	1,4147	-5,7%	-5,7%

Источник: Bloomberg

## Макроэкономические показатели России стабильно улучшаются

По оценке заместителя министра экономического развития Андрея Клепача, рост ВВП России за 3К11 составил 5,1% (выше он не был с 2008 года). Поскольку ускорение роста кредитования способствовало увеличению потребительских расходов, которое должно компенсировать сентябрьское замедление роста промышленного производства (до 3,9% по сравнению с 6,2% в августе и консенсус-прогнозом, равнявшимся 5,5%).

Динамика потребительских расходов была довольно уверенной: оборот розничной торговли за октябрь увеличился на 9,2% по сравнению с ростом на 7,8% в сентябре. Продажи автомобилей остаются высокими: по состоянию на конец сентября их рост с уровня годичной давности составил 46%. Рост реальных располагаемых доходов населения составил 3,2%, что вдвое превышает августовские темпы. Безработица снизилась до 6,0%.

Бюджетные показатели России в сентябре также улучшились: профицит бюджета по итогам месяца достиг 5,9% от ВВП. Для сравнения, в августе это отношение составило 0,7%, а за 9М11 – 2,8%. Объем золотовалютных резервов ЦБ сократился до \$515 млрд.: регулятор активизировал валютные интервенции, чтобы поддержать рубль.

В конце октября ЦБ решил оставить ставку рефинансирования на уровне 8,25%, поскольку инфляцию удастся успешно контролировать. ИПЦ по итогам сентября не изменился. Наш прогноз октябрьской инфляции – 0,3%, что соответствует росту цен за январь – октябрь в размере 5,0%. По итогам года инфляция, как мы полагаем, незначительно превысит 6,0%, что станет рекордно низким показателем за все 20 лет после распада СССР.

### ADR и GDR: лучшая и худшая динамика за октябрь, \$ / акция

	Цена	Октябрь	С нач. года		Цена	Октябрь	С нач. года
Северсталь	\$15,11	43,4%	-10,3%	Mail.ru Group	\$35,50	21,4%	-1,4%
ГК "Эталон**	\$4,98	42,3%	-28,9%	VimpelCom Ltd.	\$11,50	20,7%	-23,5%
ТМК	\$13,00	41,6%	-37,1%	ВТБ	\$4,95	19,9%	-24,9%
Мечел	\$14,40	41,3%	-50,7%	Глобалтранс	\$16,25	18,2%	-4,4%
Яндекс*	\$28,13	37,5%	12,5%	Евраз Групп	\$18,45	17,2%	-48,6%
НЛМК	\$28,07	37,1%	-41,2%	ЛУКОЙЛ	\$59,20	16,4%	4,8%
AFI Development	\$0,57	35,7%	-50,0%	НМТП	\$8,20	15,2%	-18,0%
Eurasia Drilling Company	\$24,68	35,2%	-24,1%	Окей	\$7,25	13,3%	-47,3%
СТС Медиа	\$11,99	34,7%	-48,8%	РусГидро	\$3,89	12,9%	-28,7%
Уралкалий	\$46,00	33,3%	25,3%	Global Ports*	\$17,00	9,7%	13,3%
ММК	\$6,35	32,8%	-55,0%	Полиметалл	\$17,00	9,7%	-7,2%
Магнит	\$25,28	32,2%	-13,7%	Сургутнефтегаз	\$8,86	9,4%	-16,4%
Группа ЛСР	\$4,87	32,0%	-47,1%	Polyus Gold International	\$31,15	8,5%	-14,5%
Интегра	\$2,10	31,3%	-40,8%	X5 Retail Group	\$30,00	8,3%	-35,1%
Петропавловск	GBP776.00	30,9%	-32,2%	ОК РУСАЛ	HKD7.32	7,5%	-38,6%
Сбербанк**	\$2,87	30,8%	-15,9%	ФосАгро*	\$12,80	6,7%	-8,6%
Роснефть	\$7,57	28,8%	5,7%	ЧЦЗ	\$2,82	0,3%	-35,6%
Газпром	\$12,44	28,4%	-9,9%	Гидравлические машины*	\$4,59	-0,2%	-43,2%
НОВАТЭК	\$147,00	26,5%	23,0%	Raven Russia	GBP0.5425	-0,5%	-13,2%
АФК "Система"	\$17,70	26,4%	-29,0%	Фармстандарт	\$18,77	-1,8%	-34,1%
IRC	HKD1.23	25,5%	-13,4%	Россельхозбанк*	\$8,15	-4,0%	-45,7%
НОМОС Банк*	\$12,05	25,4%	-31,1%	Норильский Никель	\$20,53	-5,5%	-13,3%
Татнефть	\$30,98	24,7%	-6,4%	Группа "Черкизово"	\$12,50	-7,4%	-30,6%
Highland Gold Mining	GBP200.00	24,2%	6,2%	ГК ПИК	\$3,00	-8,3%	-25,9%
Газпром нефть	\$21,45	22,6%	3,1%	ТрансКонтейнер	\$8,50	-10,4%	-10,5%
МТС	\$15,01	22,0%	-28,1%				

\* С момента IPO.

\*\* Цена в РТС.

Источник: Bloomberg

Chris\_Weafer@troika.ru

---

## Нефть и газ. Байки из скважин

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Потрясения на мировых рынках, непростое начало избирательной кампании в России и предчувствие лавины маржин-коллов сильно ударили по оценке российского нефтегазового сектора: коэффициент “цена / прибыль” упал до невиданного уровня в 3,0–4,0. Можно предположить, что динамика фондового рынка предвосхищает существенное падение цен на сырьевые товары. Объяснение заманчивое, но неверное: рыночные оценки динамики акций мировых нефтяных компаний с учетом прогнозов цен на нефть далеко не столь пессимистичны, как это следует из котировок российского нефтегазового сектора (если только инвесторы, работающие на российском рынке, не обладают даром предвидения вселенских катаклизмов).

### СТРАТЕГИЯ

В период широкого распространения унылых настроений на рынке стоит воспользоваться открывающимися возможностями. В последнем обзоре сектора мы повысили рекомендацию по акциям Газпром нефти и Татнефти с Держать до ПОКУПАТЬ. Ввиду ослабления рубля несколько увеличены наши прогнозы прибыли нефтяных компаний. Снижение курса рубля к доллару на 4,0 руб. хеджирует EBITDA сектора от снижения цены барреля нефти на \$10,0.

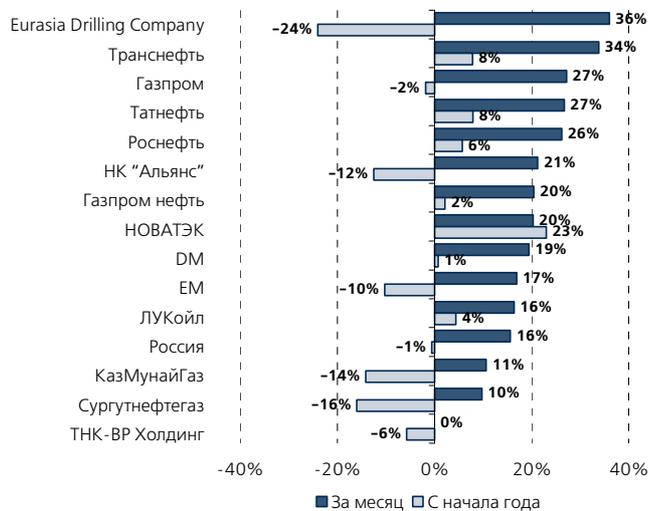
### ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- **НОВАТЭК.** Инвесторам, ждущим подходящего момента для покупки акций компании, мы советуем воспользоваться текущей ситуацией. Наш прогноз роста добычи газа НОВАТЭКом повышен (уже в третий раз с начала года) – до 40%, что эквивалентно 52 млрд. куб. м. Даже новый прогноз может быть превышен, а кроме того, НОВАТЭК может сделать очередные приобретения активов и начать экспорт трубопроводного газа
- **ТНК-ВР Холдинг.** Чтобы “оправдать” свою текущую рыночную капитализацию, компании достаточно выплатить в виде дивидендов лишь половину чистой прибыли. Это две трети прогнозируемого нами объема свободных денежных потоков – вполне возможный сценарий с учетом показателей за предыдущие периоды, делающий акции ТНК-ВР Холдинга безусловно привлекательными.
- **Газпром нефть.** Текущие котировки акций компании не учитывают новые проекты, оцениваемые в 40% ее рыночной капитализации, а также тот факт, что средние свободные денежные потоки за четыре года в прошлом и будущем, дисконтированные по ставке 10% на весь прогнозный и постпрогнозный период, превышают рыночную капитализацию.

*Oleg\_Maximov@troika.ru, Alex\_Fak@troika.ru, Valery\_Nesterov@troika.ru*

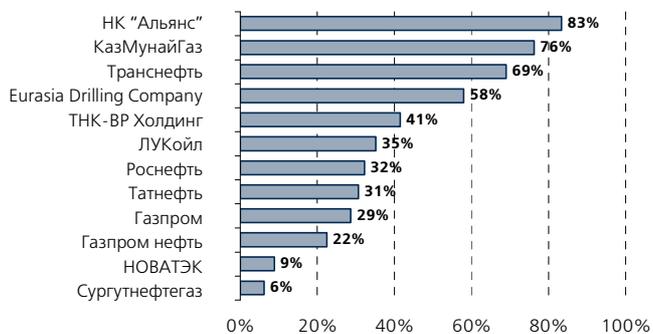
## Нефть и газ. Основные показатели

### 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	6,22	8,00	141 894	1 104	ДЕРЖАТЬ	3,2	2,8	34%	0,6	45%	2,8	-10%
ЛУКОЙЛ	59,2	80,00	48 637	477	ПОКУПАТЬ	3,6	2,8	38%	0,7	21%	2,7	-12%
Роснефть	7,56	10,00	72 582	291	ПОКУПАТЬ	5,5	3,5	26%	1,1	30%	3,8	-18%
НОВАТЭК	147	160,00	44 634	121	ПОКУПАТЬ	20,9	16,9	60%	7,1	56%	14,4	17%
Сургутнефтегаз	0,885	1	35 508	94	ДЕРЖАТЬ	4,7	1,1	32%	0,8	-239%	1,3	-19%
Транснефть	1 332	2 250,00	8 284	42	ПОКУПАТЬ	1,6	1,6	54%	0,3	64%	1,4	-11%
Татнефть	5,17	7	10 941	32	ПОКУПАТЬ	5,0	4,2	48%	0,9	81%	4,2	-3%
НК "Альянс"	13,76	25,24	2 361	8	ПОКУПАТЬ	6,5	5,8	64%	1,1	217%	3,4	64%
Газпром нефть	4,29	5,25	20 324	7	ПОКУПАТЬ	4,4	3,2	51%	0,9	40%	3,0	-8%
Eurasia Drilling Company	24,68	39,00	3 625	5	ПОКУПАТЬ	10,7	6,7	63%	2,5	69%	5,5	3%
КазМунайГаз	17,02	30,00	7 584	5	ПОКУПАТЬ	4,3	1,7	7%	0,8	-137%	1,3	6%
ТНК-ВР Холдинг	2,55	3,60	41 433	3	ПОКУПАТЬ	4,4	3,3	36%	1,7	9%	3,7	-20%
<b>Россия</b>	-	-	<b>448 421</b>	<b>2 188</b>	-	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>	<b>38%</b>	<b>0,8</b>	<b>21%</b>	<b>3,2</b>	<b>-11%</b>
<b>EM</b>	-	-	<b>907 490</b>	-	-	<b>7,5</b>	<b>4,5</b>	<b>21%</b>	<b>1,2</b>	<b>58%</b>	<b>4,3</b>	<b>-1%</b>
<b>DM</b>	-	-	<b>993 072</b>	-	-	<b>8,8</b>	<b>3,8</b>	<b>31%</b>	<b>1,4</b>	<b>36%</b>	<b>3,5</b>	<b>5%</b>

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

---

## Металлургия. ВТО: слабое влияние

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Фондовый рынок остается цикличным, причем он реагирует на события гораздо быстрее, чем сырьевой: в котировках акций учтено дальнейшее ухудшение глобальной конъюнктуры и прогноз нового снижения цен на металлы.

Вступление России в ВТО будет выгодно главным образом сталелитейным компаниям, а на производителей базовых и драгоценных металлов и минеральных удобрений никак не повлияет. Российские сталепроизводители всегда терпели неудобства от торговых ограничений со стороны США, ЕС, Китая, Турции и других стран – диапазон заградительных мер весьма широк, от антидемпинговых и импортных пошлин до годовых квот на импорт. После присоединения России к ВТО действующие импортные пошлины для большинства наименований продукции останутся в силе, и их отмена будет происходить поэтапно.

### СТРАТЕГИЯ

Стоит отметить, что ограничения на экспорт стальной продукции в последние годы заметно снизились. Основные экспортные рынки и структура экспорта российских сталепроизводителей существенно не изменятся. Поэтому не следует переоценивать значение вступления России в ВТО для российской металлургической и горнодобывающей промышленности.

Мы отдаем предпочтение акциям компаний, наиболее устойчивых в нисходящей фазе рыночного цикла. Это компании с высочайшим качеством активов, умеренной потребностью в капиталовложениях и стабильным финансовым положением. В частности, нам нравятся производители драгметаллов (золото – защитный актив, а ожидаемое увеличение добычи будет способствовать значительному росту выручки) и удобрений (у этих компаний в целом ниже зависимость от рыночных циклов). Финансовое положение предприятий, работающих в двух названных секторах, сравнительно стабильное, и они вполне могут без потерь пережить рыночные потрясения.

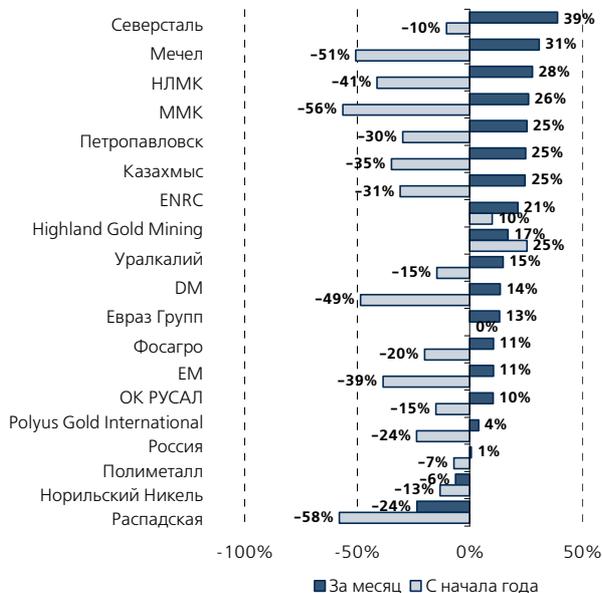
### ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- **ENRC.** Благодаря высокому качеству активов и значительному потенциалу роста добычи на действующих месторождениях компания лучше других подготовлена к нисходящей фазе цикла. Мы считаем, что опасения, связанные с рисками корпоративного управления ENRC, преувеличены, и не исключаем изменений в структуре собственности компании в ближайшие полгода – год.
- **Highland Gold Mining** по-прежнему оценены со значительным дисконтом к аналогам: рынок не учитывает возможного улучшения операционных и финансовых показателей с приходом новой руководящей команды. В этом году компания планирует произвести 210 тыс. унций золота, а учитывая размер ее чистой денежной позиции (\$250 млн.), акционеры вполне могут рассчитывать на дивиденды.

*Mikhail\_Stiskin@troika.ru, Irina\_Lapshina@troika.ru, Anton\_Rumyantsev@troika.ru,  
Zaurbek\_Zhunisov@troika.kz, Stanislav\_Ermakov@troika.ru*

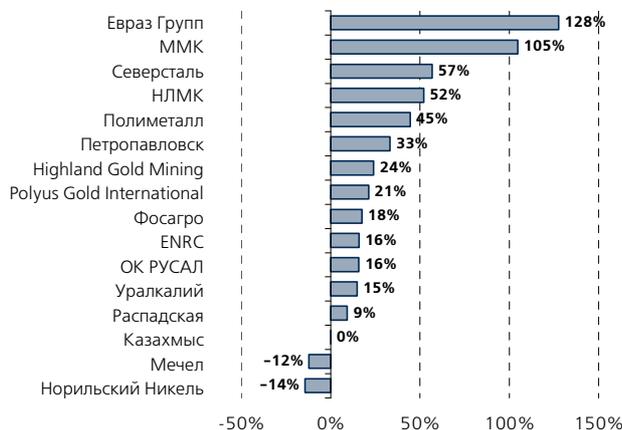
## Металлургия. Основные показатели

### Динамика акций



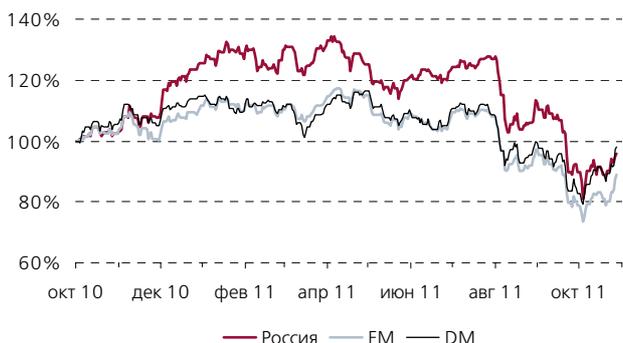
Источник: Bloomberg

### 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	11,29	13,09	14 535	18,7	ПОКУПАТЬ	7,4	4,6	-10%	1,3	28%	5,4	-13%
Евраз Групп	18,45	42,00	8 079	46,7	ПОКУПАТЬ	5,5	3,6	167%	1,1	193%	3,0	33%
Highland Gold Mining	3,22	4,00	1 049	1,1	ПОКУПАТЬ	7,9	4,7	9%	1,4	-107%	3,5	18%
Казахмыс	16,40	16,42	8 777	36,4	ПОКУПАТЬ	7,7	4,1	-7%	0,9	10%	3,7	19%
Мечел	14,40	12,67	6 446	56,8	ДЕРЖАТЬ	6,1	5,9	79%	1,3	321%	5,6	-8%
ММК	6,35	13,00	5 456	12,0	ДЕРЖАТЬ	11,9	4,5	78%	0,5	197%	3,5	70%
НЛМК	28,07	42,70	16 823	43,0	ДЕРЖАТЬ	8,9	6,3	51%	1,5	116%	5,1	27%
Норильский Никель	20,53	17,61	36 098	515,1	ПРОДАВАТЬ	7,4	4,8	50%	2,1	-19%	6,8	-37%
Петропавловск	12,51	16,68	2 350	13,4	ПОКУПАТЬ	8,2	5,5	1390%	1,2	113%	5,3	-2%
Фосагро	12,80	15,05	4 089	1,3	ПОКУПАТЬ	6,0	4,5	-	2,9	38%	4,6	-17%
Полиметалл	17,00	24,58	6 145	29,8	ПОКУПАТЬ	11,6	8,6	112%	3,5	103%	5,4	56%
Polyus Gold International	3,31	4,02	9 168	2,4	ДЕРЖАТЬ	11,7	8,1	138%	2,4	-53%	7,1	11%
Распадская	2,95	3,22	2 303	10,4	ПОКУПАТЬ	9,0	4,7	5%	1,3	-37%	3,9	24%
Северсталь	15,11	23,70	15 226	103,5	ПОКУПАТЬ	6,8	4,7	64%	1,7	91%	4,1	13%
ОК РУСАЛ	0,94	1,09	14 271	5,8	ПОКУПАТЬ	22,9	5,6	-37%	1,1	482%	4,9	19%
Уралкалий	46,00	52,80	19 544	157,4	ПОКУПАТЬ	22,7	12,2	164%	14,2	127%	4,7	154%
<b>Россия</b>	-	-	<b>171 862</b>	<b>954,5</b>	-	<b>8,6</b>	<b>5,4</b>	<b>43%</b>	<b>1,5</b>	<b>111%</b>	<b>4,7</b>	<b>13%</b>
<b>EM</b>	-	-	-	-	-	<b>8,6</b>	<b>5,6</b>	<b>30%</b>	<b>1,6</b>	<b>92%</b>	<b>4,9</b>	<b>9%</b>
<b>DM</b>	-	-	-	-	-	<b>9,8</b>	<b>5,5</b>	<b>31%</b>	<b>1,8</b>	<b>80%</b>	<b>4,9</b>	<b>9%</b>

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

## Банки. ВТО не изменит общую ситуацию

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Октябрь стал очень удачным месяцем для акций большинства российских банков: им наконец удалось преодолеть отставание, которое наблюдалось с августа, и показать хороший рост вместе с глобальным финансовым сектором, который получил поддержку (как оказалось, временную) после того как европейские лидеры заключили соглашение о финансовой поддержке проблемных заемщиков, в том числе Греции, и рекапитализации европейских банков (которая, возможно, не потребуется). Среди российских банков лидировал Сбербанк (акции подорожали почти на 30%), но его темпы роста с начала года ниже, чем у российского рынка и аналогов с развивающихся рынков. В авангарде также шли два банка средней капитализации, акции которых сильно пострадали в период спада, – Банк “Санкт-Петербург” и НОМОС Банк. Сейчас инвесторам не важны фундаментальные показатели банков – в сентябре банки продолжали уверенно расширять кредитование, но в 4К11 рост, видимо, будет ограничен из-за нервозности рынка и сокращения ликвидности. Вскоре начнется сезон публикации отчетности банков за 3К11 (первыми результаты представит 22 ноября Банк “Возрождение”, а 31 ноября – Сбербанк). Учитывая уровень рыночной волатильности, мы бы не стали полагаться на прогнозы банков на 2012 год.

### СТРАТЕГИЯ

Мы полагаем, что возможное вступление России в ВТО слабо скажется на российских банках в краткосрочной перспективе. Окончательные условия пока не объявлены, но в ходе переговоров российская сторона настаивала на том, что у зарубежных банков не будет возможности открывать филиалы в России (и таким образом на них не будут распространяться российские регулирующие нормы и требования к капиталу), но они по-прежнему будут обязаны поддерживать капитализацию своих дочерних банков. Вероятно, это условие останется в силе, но в итоге практически не скажется на положении иностранных банков в России. Согласно действующим нормам, допустимая доля иностранного капитала в российской банковской системе не должна превышать 50% (уровень символический, поскольку фактически она составляет 27%), и регуляторных препятствий для входа на рынок относительно мало. В настоящее время 225 банков в России (почти четверть от общего числа) частично принадлежат зарубежным владельцам, а 78 принадлежат им полностью. Самое серьезное препятствие для входа зарубежных банков на российский рынок (как показал недавний уход с розничного рынка HSBC и Barclays) – это конкуренция за локальный рынок, где доминируют крупные госбанки, имеющие тесные связи с компаниями и обширные филиальные сети. Вступление России в ВТО заметнее скажется на секторе страхования: квота на присутствие иностранного капитала в этом сегменте может быть повышена с 25% до 50%, и зарубежным компаниям, вероятно, будет разрешено полностью владеть локальными страховщиками.

### ЛУЧШИЕ АКЦИИ

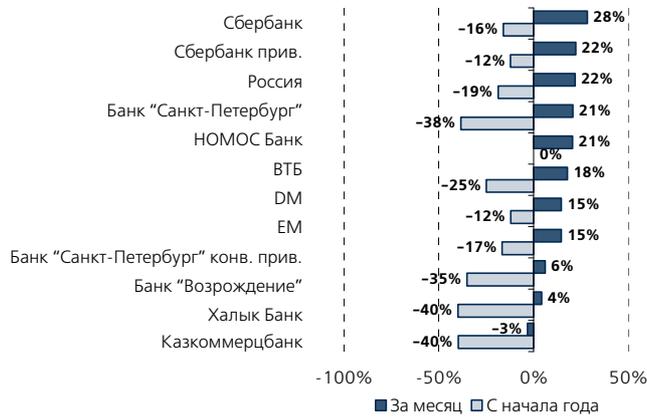
■ **Привилегированные акции Сбербанка.** Мы считаем акции Сбербанка лучшим защитным активом в секторе, учитывая низкую долговую нагрузку банка, фондирование за счет депозитов, большой объем ликвидности, очень высокий коэффициент достаточности капитала и низкий уровень риска по ценным бумагам. Привлекательнее всего привилегированные акции Сбербанка, поскольку их дисконт к обыкновенным сократился почти до 20% на фоне недавнего спада на рынке. Сейчас “префы” Сбербанка котируются с коэффициентами “цена / капитал 2011о” в 1,1 и “цена / прибыль 2011о” в 4,5 и обеспечивают хорошую дивидендную доходность – 4,3%.

- **Банк "Возрождение"** – еще одна защитная бумага, пусть и меньшего масштаба. В прошлом месяце только Банк "Возрождение" не участвовал в общем ралли. Мы не ожидаем, что его котировки вырастут после публикации результатов за 3К11, но отчетность должна напомнить инвесторам, что банк – эталон осторожного подхода к работе, а его объем кредитов, маржа и прибыльность растут. Банк "Возрождение" оценен привлекательно (коэффициент "цена / капитал 2011о" равен 1,0) по сравнению с другими банками средней капитализации, акции которых значительно подорожали за последний месяц.

*Andrew\_Keeley@troika.ru*

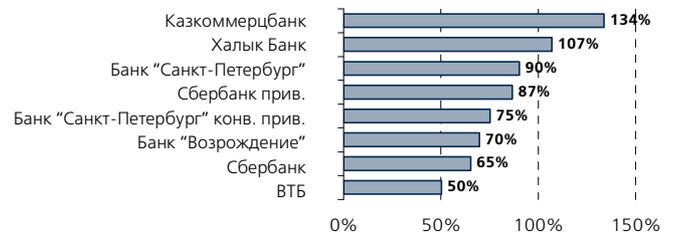
## Банки. Основные показатели

### 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	2,87	4,74	64 107	1 677,9	ПОКУПАТЬ	6,4	69%	1,4	22%	5,7	12%	1,2	21%
ВТБ	4,95	7,44	25 879	184,7	ДЕРЖАТЬ	9,3	45%	1,1	12%	6,5	43%	1,0	15%
Банк "Санкт-Петербург"	3,43	6,52	1 217	0,9	ПОКУПАТЬ	5,0	85%	1,0	20%	4,3	17%	0,8	19%
Халык Банк	6,05	12,52	2 033	0,8	ПОКУПАТЬ	7,7	35%	0,9	12%	5,0	52%	0,8	15%
Казкоммерцбанк	3,25	7,60	1 391	0,3	ПОКУПАТЬ	9,2	6%	0,4	5%	4,3	115%	0,4	9%
Банк "Возрождение"	26,95	45,72	654	0,2	ПОКУПАТЬ	10,9	223%	1,0	9%	5,2	110%	0,9	16%
<b>СНГ</b>	-	-	<b>95 282</b>	<b>1 864,7</b>	-	<b>7,0</b>	<b>62%</b>	<b>1,3</b>	<b>18%</b>	<b>5,8</b>	<b>21%</b>	<b>1,1</b>	<b>19%</b>
<b>EM</b>	-	-	-	-	-	<b>7,7</b>	<b>24%</b>	<b>1,5</b>	<b>19%</b>	<b>6,7</b>	<b>15%</b>	<b>1,3</b>	<b>19%</b>
<b>DM</b>	-	-	-	-	-	<b>11,7</b>	<b>14%</b>	<b>0,7</b>	<b>6%</b>	<b>9,3</b>	<b>17%</b>	<b>0,7</b>	<b>7%</b>

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

---

## Телекоммуникации. Залог переоценки – ослабление конкуренции

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В сентябре акции телекоммуникационного сектора в основном повторяли динамику рынка. Исключение – АФК “Система”, котировки которой выросли на 22%, чему способствовало сокращение дисконта холдинга к сумме составных частей (после того как дисконт расширился до 40%, что существенно больше исторического среднего значения).

### СТРАТЕГИЯ

В теории, акции телекоммуникационных компаний должны быть защитным инструментом, но на практике это не так. Мы полагаем, что слабая динамика этих бумаг обусловлена отраслевыми проблемами и трудностями отдельных операторов, а не тем, что инвесторы опасаются ухудшения экономической ситуации. Следовательно, решение таких проблем может придать импульс позитивной переоценке всех российских телекоммуникационных компаний.

Основная проблема российского рынка мобильной связи – продолжающаяся борьба за абонентов. Поскольку охват рынка услугами мобильной связи превышает 150%, доходность инвестиций в привлечение новых клиентов отрицательная. Поэтому любой признак замедления прироста абонентской базы может хорошо сказаться на котировках, так как будет свидетельствовать о том, что акцент в бизнес-модели смещается с привлечения новых абонентов на удержание имеющихся, а такие перемены, в свою очередь, могут позитивно повлиять на рентабельность.

Мы полагаем, что данные изменения будут более благоприятны для МТС, чем для VimpelCom Ltd, поскольку вклад российского бизнеса в выручку последней компании сократился и составляет лишь 25%. Для VimpelCom Ltd актуальнее такие факторы, как решение алжирских проблем и цена возможного приобретения акций Евросети, если компания решит увеличить свою долю в этом ритейлере.

Вступление России в ВТО едва ли будет иметь значительные последствия для российской телекоммуникационной отрасли, по крайней мере, в краткосрочной перспективе: в условиях дефицита частот едва ли можно ожидать конкуренции со стороны иностранных операторов. Не должно оно оказать и непосредственного влияния на тарифы. Если изменения и произойдут, то спустя довольно продолжительное время.

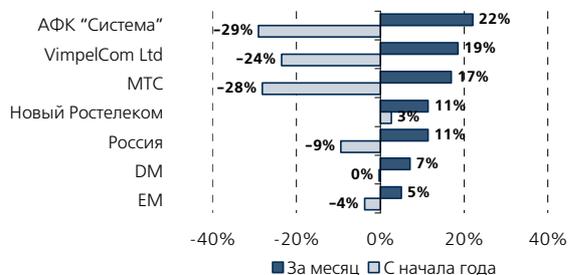
### ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- Мы считаем, что акции **МТС** перепроданы и на текущих уровнях хорошо подходят для долгосрочных вложений. С одной стороны, это отличная ставка на дивиденды (наш прогноз дивидендной доходности – 7%). С другой стороны, позитивной переоценки стоит ожидать не ранее конца текущего года или начала следующего – когда появятся первые признаки того, что период упорной борьбы за абонентов подходит к концу.

*Anna\_Lepetukhina@troika.ru, Yana\_Kuznetsova@troika.ru*

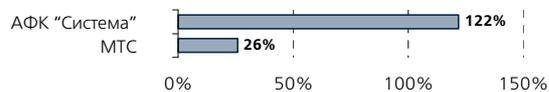
## Телекоммуникации. Основные показатели

### Динамика акций



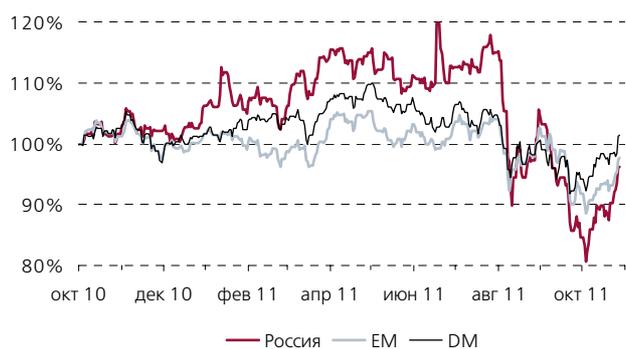
Источник: Bloomberg

### 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	15,01	18,90	14 193	65,0	ПОКУПАТЬ	10,7	4,3	-4%	3,8	136%	3,9	9%
Новый Ростелеком	5,29	-	16 284	42,1	-	16,2	5,2	-5%	1,9	99%	4,8	7%
VimpelCom Ltd	11,50	-	16 459	33,1	-	7,0	3,5	16%	1,4	51%	3,0	10%
АФК "Система"	17,700	39,287	8 289	24,4	ПОКУПАТЬ	16,8	3,6	-47%	1,7	107%	3,8	98%
<b>Россия</b>	-	-	<b>67 602</b>	<b>224,7</b>	-	<b>9,1</b>	<b>3,8</b>	<b>29%</b>	<b>1,6</b>	<b>80%</b>	<b>3,3</b>	<b>16%</b>
<b>EM</b>	-	-	-	-	-	<b>12,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4%</b>	<b>2,0</b>	<b>74%</b>	<b>4,2</b>	<b>12%</b>
<b>DM</b>	-	-	-	-	-	<b>11,7</b>	<b>4,7</b>	<b>0%</b>	<b>1,5</b>	<b>126%</b>	<b>4,4</b>	<b>6%</b>

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

## Потребительский сектор. ВТО: двоякий эффект

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В сентябре оборот продуктовой розничной торговли в реальном выражении увеличился на 6,2% с уровня годичной давности по сравнению с 3,8% в августе и 1,2% в 1П11. Это ускорение происходило на фоне сезонной дефляции на уровне 0,6%, в результате которой продуктовая инфляция замедлилась до 6,4% в годовом выражении против 8,8% в августе. Между тем позитивная динамика рынка не отразилась на операционных результатах ритейлеров: у Магнита рост сопоставимых продаж замедлился до 8% в 3К11 по сравнению с 17% в 2К11, а у X5 Retail Group – с 10% до 4%, причем компания понизила прогноз роста выручки за 2011 год с 40% до 35%. Противоречивый характер отраслевых тенденций неизбежно оказывает давление на котировки акций потребительского сектора, в особенности бумаг X5 Retail Group. Впрочем, более детальный анализ показывает, что важную роль в замедлении роста операционных показателей ритейлеров сыграл эффект высокой базы сравнения, а следовательно, проблемы присущи не всей отрасли, а отдельным компаниям. Сильная отчетность Магнита по МСФО за 9М11 (ЕБИТДА на 7% превысила консенсус-прогноз) служит свидетельством успешной реализации планов компании, а результаты его главного конкурента, X5 Retail Group, все еще вызывают у рынка некоторые опасения. Также отметим, что наши фавориты, М.Видео и ДИКСИ, в сентябре были в числе лидеров роста: их бумаги подорожали соответственно на 21% и 18%, опередив рынок.

### СТРАТЕГИЯ

Одна из наиболее острых проблем, обсуждавшихся на переговорах о вступлении России в ВТО (которые длятся уже 18 лет), состояла в том, что оно могло двояко повлиять на ситуацию в разных отраслях экономики. Сектор розничной торговли получит косвенную выгоду от членства в ВТО. В течение семилетнего переходного периода снижение барьеров для иностранных инвестиций в секторе услуг, уменьшение таможенных пошлин и облегчение доступа на мировые рынки должны будут способствовать увеличению оборота внешней торговли и притоку капитала, стимулируя рост производительности и реальных заработных плат и, как следствие, увеличение объемов потребления. Продуктовые сети смогут расширить ассортимент и выиграют от понижения цен на импортные товары, что хорошо скажется на выручке. Непродуктовым ритейлерам также будет на руку снижение стоимости импорта. Напротив, производителям сельхозпродукции и продуктов питания снятие торговых барьеров будет невыгодно, поскольку они столкнутся с серьезной конкуренцией со стороны импорта: с одной стороны, это будет стимулировать отечественных производителей повышать операционную эффективность, а с другой – будет оказывать давление на их рентабельность, особенно в мясной и птицеводческой отраслях (впрочем, им могут быть предоставлены государственные субсидии).

### ЛУЧШИЕ АКЦИИ

■ **X5 Retail Group.** Несмотря на разочаровывающие операционные результаты за 3К11 и снижение прогноза роста продаж за 2011 год с 40% до 35%, мы сохраняем конструктивный взгляд на компанию и считаем, что главной причиной замедления роста выручки стала высокая база сравнения в 2010 году. Мы с оптимизмом оцениваем долгосрочные перспективы группы и обращаем особенное внимание на ожидаемое ускорение органического роста благодаря синергетическому эффекту интеграции с Копейкой, который, как мы полагаем, в

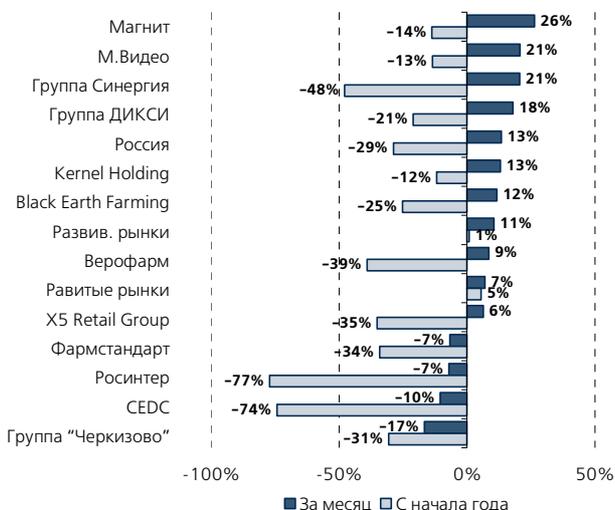
полной мере проявится в 2012 году. С 1 августа акции X5 Retail Group подешевели на 30%, и коэффициент “стоимость предприятия / EBITDA 2012o” опустился до 7,0. Это соответствует 20%-му дисконту к аналогам с развивающихся рынков, хотя у X5 Retail Group намного выше потенциал роста бизнеса.

- **Группа ДИКСИ.** Результаты за 1П11 свидетельствуют о быстром росте бизнеса и высокой рентабельности как сети “Дикси”, так и сети “Виктория”. Теперь мы более положительно оцениваем перспективы группы. К концу 2011 года должна заработать единая система закупок, а эффекты синергии в основном реализуются в следующем году. Акции ДИКСИ – самая недорогая ставка на рост российского рынка продуктовой розницы: по коэффициенту “стоимость предприятия / EBITDA 2012o” (5,4) группа на 38% дешевле аналогов с развивающихся рынков.
- Рост выручки **М.Видео** в 3К10 замедлился, в основном из-за высокой базы сравнения с 3К10, но компания демонстрирует весьма впечатляющую динамику с начала года как в плане расширения сети, так и в части финансовых результатов. Хотя эффект высокой базы, вероятно, сохранится и в 4К11, это не должно существенно повлиять на рентабельность по итогам 2П11. М.Видео обговаривает с поставщиками целевой уровень прибыльности, что во многом предохраняет ее от рисков колебания валютных курсов и дефляции, типичных для рынка потребительской электроники.

*Mikhail\_Krasnoperov@troika.ru, Georgy\_Tarakanov@troika.ru,  
Artur\_Galimov@troika.ru, Maria\_Sukhanova@troika.ru*

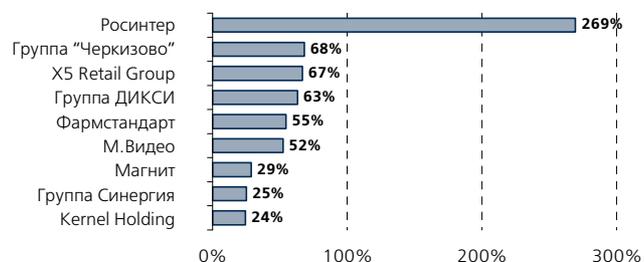
## Потребительский сектор. Основные показатели

### Динамика акций



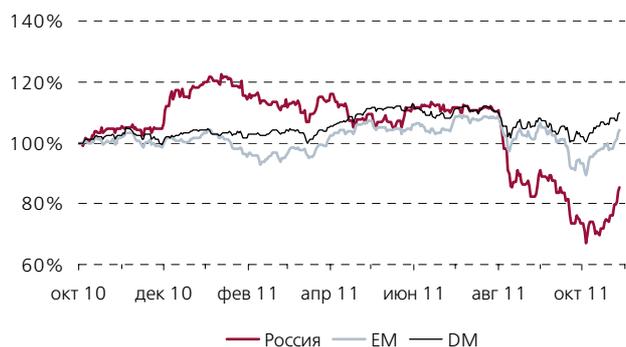
Источник: Bloomberg

### 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
X5 Retail Group	30,00	50,00	8 147	39,6	ПОКУПАТЬ	22,9	9,4	31%	2,7	251%	7,0	67%
Магнит	25,28	32,50	11 246	38,7	ПОКУПАТЬ	32,9	14,9	2%	5,0	199%	11,4	37%
СЕДС	5,90	-	417	10,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Kernel Holding	22,21	27,64	1 770	3,4	ДЕРЖАТЬ	8,1	7,2	24%	1,7	94%	5,4	33%
Фармстандарт	18,77	29,00	2 837	1,6	ПОКУПАТЬ	9,4	6,6	28%	2,7	-44%	5,8	3%
М.Видео	7,56	11,50	1 358	1,2	ПОКУПАТЬ	14,5	6,3	39%	3,2	-39%	4,8	38%
Группа ДИКСИ	10,24	16,70	880	0,5	ПОКУПАТЬ	19,0	6,6	261%	3,5	175%	5,4	32%
Группа Синергия	25,03	31,30	459	0,5	ПОКУПАТЬ	10,6	5,9	22%	1,2	168%	4,7	32%
Группа "Черкизово"	12,50	21,00	808	0,4	ПОКУПАТЬ	3,9	7,2	-5%	0,7	385%	5,8	42%
Верофарм	30,45	-	305	0,3	-	8,3	4,2	6%	1,3	-83%	3,5	7%
Black Earth Farming	2,94	-	364	0,2	-	отр.	19,5	-	1,6	45%	6,2	-
Росинтер	5,41	20,00	88	0,2	ПОКУПАТЬ	22,7	5,3	-54%	1,8	189%	3,4	168%
Вимм-Билль-Данн	-	-	-	0,0	-	-	-	-	-	-6%	-	-
<b>Россия</b>	-	-	<b>41 212</b>	<b>122,7</b>	-	<b>16,0</b>	<b>8,4</b>	<b>14%</b>	<b>2,5</b>	<b>111%</b>	<b>6,8</b>	<b>28%</b>
<b>EM</b>	-	-	-	-	-	<b>17,7</b>	<b>10,2</b>	<b>5%</b>	<b>2,9</b>	<b>72%</b>	<b>8,7</b>	<b>19%</b>
<b>DM</b>	-	-	-	-	-	<b>14,1</b>	<b>7,9</b>	<b>7%</b>	<b>2,4</b>	<b>89%</b>	<b>7,2</b>	<b>8%</b>

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

## Медиа и ИТ. Главное – прогноз роста в 2012 году

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В сентябре акции СТС Медиа и Яндекса показали слабую динамику, но в октябре они опередили рынок: рост составил соответственно 29% и 23%. Акции Яндекса подорожали после выхода хорошей отчетности за 3К11 – оказалось, что сокращение доли рынка поисковых запросов (именно с этим были связаны основные опасения и падение котировок) не снизило рыночную долю компании в денежном выражении. Специфических факторов роста для акций СТС Медиа не было, и мы полагаем, что повышение котировок обусловлено высоким бета-коэффициентом: бумаги компании отстают от рынка при его падении и опережают его при росте.

### СТРАТЕГИЯ

Прогнозировать ситуацию на рынке рекламы довольно сложно, и сейчас главные вопросы – каким будет рост в 2012 году и какой сегмент окажется наиболее устойчивым. На наш взгляд, при самом неблагоприятном сценарии объем рынка рекламы за будущий год не изменится. В процентном отношении к объему частного потребления он все еще не вернулся на уровень 2008 года. Таким образом, даже если предположить, что рост реального частного потребления замедлится, при инфляции в 6–7% в номинальном выражении частное потребление все же должно увеличиться. На наш взгляд, в худшем случае рынок рекламы вернется на уровни 2009 года, что соответствует примерно 1% от объема частного потребления против ожидаемых в этом году 1,16%. Это означает, что на рынке рекламы не должно быть такого спада, как в 2009 году.

Наиболее устойчивым мы считаем сектор телевизионной и интернет-рекламы, причем перспективы контекстной рекламы лучше, чем медийной. Хотя рост выручки компаний, которые занимаются такой рекламой, будет замедляться в случае общего замедления экономического роста, мы полагаем, что рынок уже учитывает это в котировках.

У медиа-компаний хорошие балансовые показатели, нулевой долг и положительные свободные денежные потоки. Кроме того, после падения котировок акции СТС Медиа позволяют сделать хорошую ставку на дивиденды: компания выплачивает денежные средства акционерам и при этом демонстрирует значительные темпы роста.

Вступление России в ВТО не должно оказать прямого влияния на медиа-компании, но оно может стимулировать рост розничной торговли и частного потребления, что косвенным образом положительно скажется на рынке рекламы. Также следует учесть возможное усиление борьбы с нелегальным контентом, что может негативно повлиять на состояние некоторых интернет-компаний. Однако мы полагаем, что данный фактор не окажет значительного воздействия на публичные компании – более того, он может сыграть на руку дистрибьюторам лицензионного контента, включая СТС Медиа, владеющую порталом Videomore.ru.

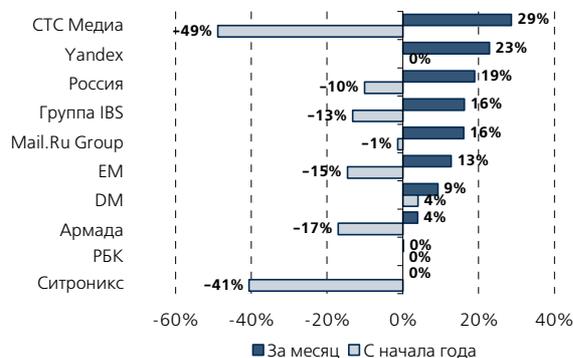
### ЛУЧШИЕ АКЦИИ

- Мы считаем, что акции **СТС Медиа** перепроданы, и сейчас в их котировках учтен самый пессимистичный сценарий. Мы не видим оснований для 40%-го дисконта к аналогам с развивающихся рынков даже с учетом жесткой конкуренции и возможного замедления роста рекламного рынка. Кроме того, в 2012 году СТС Медиа может выплатить крупные дивиденды (текущую дивидендную доходность мы оцениваем в 7%).

*Anna\_Lepetukhina@troika.ru, Yana\_Kuznetsova@troika.ru*

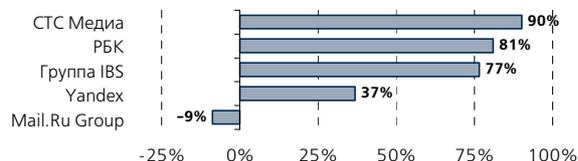
## Информационные технологии и СМИ. Основные показатели

## Динамика акций



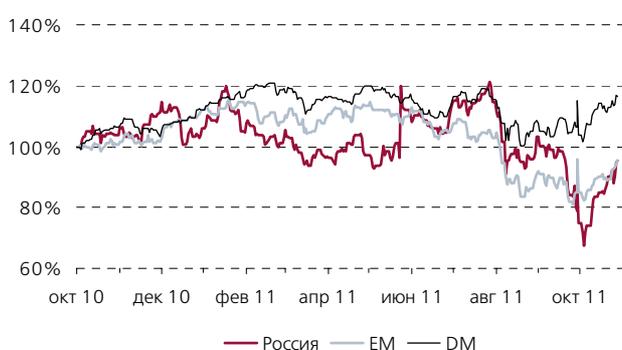
Источник: Bloomberg

## 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	28,13	38,50	9 037	33,9	ПОКУПАТЬ	40,8	26,5	57%	9,0	-239%	16,5	62%
Mail.Ru Group	35,50	32,40	6 969	11,9	ДЕРЖАТЬ	48,5	34,0	-6%	4,2	-184%	25,4	30%
СТС Медиа	11,99	22,80	1 824	7,3	ПОКУПАТЬ	11,0	5,7	16%	2,1	-77%	4,7	17%
РБК	0,74	1,35	237	0,7	ДЕРЖАТЬ	88,5	17,0	-	neg	641%	11,0	346%
Армада	10,06	-	121	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Группа IBS	22,09	39,00	509	0,0	ПОКУПАТЬ	16,9	10,0	-1%	3,0	44%	7,2	46%
Ситроникс	0,60	-	115	0,0	-	отр.	7,8	-	0,3	683%	6,0	-
<b>Россия</b>	-	-	<b>20 138</b>	<b>54,5</b>	-	<b>35,7</b>	<b>18,6</b>	<b>46%</b>	<b>4,9</b>	<b>-27%</b>	<b>13,9</b>	<b>45%</b>
<b>EM</b>	-	-	-	-	-	<b>17,3</b>	<b>7,4</b>	<b>-14%</b>	<b>2,2</b>	<b>-3%</b>	<b>6,0</b>	<b>20%</b>
<b>DM</b>	-	-	-	-	-	<b>13,1</b>	<b>7,0</b>	<b>10%</b>	<b>2,5</b>	<b>-43%</b>	<b>6,2</b>	<b>10%</b>

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

---

## **Электроэнергетика. ВТО: прямые последствия минимальны**

### **ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ**

В октябре акции электроэнергетических компаний, как и весь рынок, продемонстрировали уверенный рост. В лидерах были ФСК ЕЭС, Холдинг МРСК, ОГК и ИНТЕР РАО ЕЭС.

ОГК-6 в начале ноября прекратила свое существование, присоединившись к ОГК-2.

Стали известны результаты КОМ на 2012 год. Предельные уровни цен на мощность для 24 из 27 зон свободного перетока (ЗСП) остались на уровне 2011 года. В двух из трех ЗСП, для которых ценовые ограничения не установлены, цены снизились на 4% ("Центр", "Урал"), в одной – повысились на 16% ("Сибирь"). Итоги КОМ почти не должны влиять на нашу оценку стоимости компаний. В случае Э.ОН Россия, мощности которой расположены как в Европейской части России, так и в Сибири, нетто-эффект тоже близок к нулю.

### **СТРАТЕГИЯ**

Мы не видим прямых последствий вступления России в ВТО для отечественной электроэнергетики. Положительное значение могли бы иметь, пожалуй, лишь отмена или уменьшение пошлин на импорт генерирующего оборудования (сейчас импортеры оплачивают таможенные сборы, вознаграждение таможенным брокерам и услуги хранения товара на таможенных складах). Ввиду масштабов необходимой замены физически и морально устаревшего генерирующего оборудования и модернизации сетевого хозяйства, отмена пошлин принесла бы покупателям довольно значительную экономию (фактически, уменьшила бы их капиталовложения).

В то же время экспорт электроэнергии едва ли упростится: во-первых, слишком велики ее технологические потери при передаче, во-вторых, существуют сетевые ограничения, в-третьих, до второй половины нынешнего десятилетия на большинстве европейских энергорынков, по нашим прогнозам, будет наблюдаться избыток предложения.

Наконец, структурные изменения в экономике, катализатором которых могло бы стать вступление России в ВТО, также не повлияют на электроэнергетический сектор в краткосрочном плане (изменения займут время), а их последствия для спроса на электроэнергию в более отдаленной перспективе оценить трудно.

Гораздо большее значение, чем вступление страны в ВТО, для отрасли имеют параметры регулирования. Недавно правительство утвердило предельные индексы роста тарифов на 2012 год. Таким образом, неопределенность была частично устранена, а полностью она должна рассеяться в конце 2011 года – 1К12, когда, по нашим ожиданиям, будут приняты решения о тарифах и параметрах регулирования для подавляющего большинства компаний. В сдерживании роста тарифов видна политическая подоплека, и можно предположить, что по завершении президентских выборов ограничения будут смягчены, а прогноз роста тарифов на 2013–2014 годы пересмотрен: правительство понимает необходимость принять взвешенное решение, которое обеспечивало бы предприятиям отрасли доход, достаточный для осуществления инвестиционных программ.

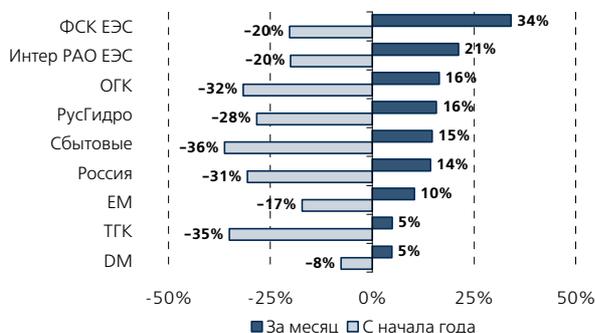
**ЛУЧШИЕ АКЦИИ**

- **Э.ОН Россия.** Э.ОН Россия – самая прозрачная и эффективная из ОГК, с невысокими коэффициентами “стоимость предприятия / EBITDA 2012о” и “стоимость предприятия / EBITDA 2013о”. В первом полугодии компания показала отличные производственно-финансовые результаты, а во втором ввела в строй 1,2 ГВт новых мощностей. Не исключено, что она выплатит дивиденды уже за 2011 год.
- **Холдинг МРСК.** У акций Холдинга МРСК есть как кратко-, так и долгосрочный катализатор роста. Краткосрочный – возможность включения бумаг в расчетную базу Индекса MSCI Russia, результаты пересмотра которой будут объявлены 15 ноября, долгосрочный – приватизация МРСК, которая может начаться в 2012 году. Дисконт стоимости холдинга к суммарной стоимости принадлежащих ему активов сократился до 19%. Существует, однако, и краткосрочный риск – возможность уменьшения ранее одобренных RAB или регулируемой нормы доходности инвестированного капитала. Новые тарифы для МРСК должны быть утверждены до 1 апреля 2012 года. Если считать, что RAB будет снижена на 15% для всех компаний, то, с соответствующей поправкой, текущее значение коэффициента “стоимость предприятия / RAB” для Холдинга МРСК составляет 0,39.
- **ФСК ЕЭС.** Значение коэффициента “стоимость предприятия / RAB” (0,40) чуть выше, чем у Холдинга МРСК, что оправданно: по нашему мнению, в случае ФСК ЕЭС параметры RAB-регулирования пересматриваться не будут, а тарифы в 2012 году повысятся больше, чем тарифы МРСК. В целом, ФСК ЕЭС – менее рискованная бумага в сравнении с акциями других сетевых компаний.

*Alexander\_Kotikov@troika.ru, Andrey\_Trufanov@troika.ru*

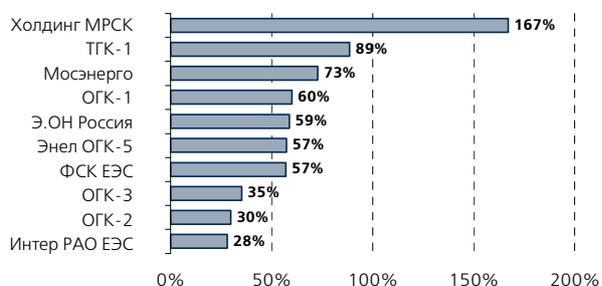
## Электроэнергетика. Основные показатели

### 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	0,0386	0,0640	12 371	53,1	ПОКУПАТЬ	10,0	5,5	-8%	0,6	-7%	4,9	-2%
ФСК ЕЭС	0,00957	0,01503	11 802	25,3	ПОКУПАТЬ	8,2	3,6	129%	0,4	-25%	4,1	-8%
Интер РАО ЕЭС	0,00125	0,00160	2 850	20,7	ДЕРЖАТЬ	>100	9,7	33%	1,9	169%	6,3	75%
Холдинг МРСК	0,090	0,241	3 822	16,1	ПОКУПАТЬ	14,2	3,5	-59%	0,3	228%	2,8	221%
ОГК-2	0,034	0,044	1 111	8,6	ПОКУПАТЬ	7,4	4,3	72%	0,5	194%	4,8	-7%
Мосэнерго	0,066	0,114	2 617	6,5	ПОКУПАТЬ	7,4	2,6	23%	0,4	-56%	2,5	-6%
ОГК-1	0,025	0,040	2 074	3,6	ПОКУПАТЬ	7,0	4,6	105%	0,7	-106%	4,4	8%
МОЭСК	0,051	-	2 460	2,6	-	10,1	4,5	-50%	0,7	136%	2,9	95%
Э.ОН Россия	0,079	0,126	5 003	2,5	ПОКУПАТЬ	9,8	5,5	51%	1,4	-84%	4,4	19%
Энел ОГК-5	0,064	0,100	2 258	0,8	ПОКУПАТЬ	8,3	5,6	123%	0,9	120%	4,5	26%
ТГК-1	0,000372	0,00070	1 433	0,7	ПОКУПАТЬ	6,3	4,9	-3%	0,5	215%	3,9	24%
ОГК-3	0,032	0,043	1 458	0,2	ПОКУПАТЬ	11,8	2,8	-	0,5	-656%	3,1	45%
Иркутскэнерго	0,48	-	2 288	0,1	Пересмотр	6,8	4,5	43%	1,1	64%	-	-
<b>Россия</b>	-	-	<b>71 105</b>	<b>146,9</b>	-	<b>10,4</b>	<b>4,6</b>	<b>18%</b>	<b>0,6</b>	<b>84%</b>	<b>3,9</b>	<b>30%</b>
<b>ЕМ</b>	-	-	-	-	-	<b>11,7</b>	<b>6,9</b>	<b>1%</b>	<b>1,0</b>	<b>268%</b>	<b>6,2</b>	<b>17%</b>
<b>DM</b>	-	-	-	-	-	<b>13,1</b>	<b>6,6</b>	<b>-7%</b>	<b>1,2</b>	<b>334%</b>	<b>6,3</b>	<b>7%</b>

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

---

## Транспорт. Вход в мировую торговлю

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Независимая транспортная компания (НТК), входящая в принадлежащий Владимиру Лисину UCL Holding, выиграла аукцион на покупку 75% минус две акции Первой грузовой компании (ПГК). Аукцион прошел быстро, особенной борьбы не наблюдалось: был сделан лишь один ценовой шаг. НТК заплатила 125,5 млрд. руб. (\$4,2 млрд.), что лишь на 125 млн. руб. (\$4 млн.) выше стартовой цены. Исходя из цены сделки, победитель заплатил за каждый вагон около \$27 тыс., хотя средний возраст подвижного состава ПГК составляет примерно 19 лет, а новый вагон-платформа стоит около \$80 тыс.

ЮТэйр опубликовала хорошие результаты за 1П11 по МСФО. Консолидированная выручка выросла на 16% с уровня аналогичного периода прошлого года и составила \$781 млн., рентабельность по EBITDAR снизилась лишь на 100 б. п. до 23,5%. Выручка оказалась ниже наших ожиданий по причине скромных темпов роста в вертолетном сегменте. В то же время рентабельность выше нашего прогноза благодаря эффективному контролю над расходами.

Краткосрочные задержки с реализацией ряда крупных проектов, а смена приоритетов финансирования транспортной инфраструктуры в Москве вынуждают нас понизить прогноз прибыли Мостотреста за 2011–2012 годы на 10–15%. Однако мы не склонны преувеличивать проблему, т. к. российский рынок инфраструктурного строительства продолжает расти, и по-прежнему позитивно оцениваем перспективы сектора. Мы понизили целевую цену акций Мостротеста до \$8,66, но лидирующие рыночные позиции компании, высококачественный портфель проектов объемом \$8 млрд. и возможности приобретений подкрепляют нашу рекомендацию ПОКУПАТЬ.

### СТРАТЕГИЯ

Вступление России в ВТО может стимулировать внешнюю торговлю и способствовать производительности труда и росту заработной платы, что, в свою очередь приведет к увеличению потребления. Однако такие изменения произойдут не сразу – вероятно, для них потребуется несколько лет. В среднесрочной перспективе присоединение к ВТО должно привести к расширению ассортимента продукции и снижению стоимости импорта, что, безусловно, будет выгодно потребителям. В результате может вырасти спрос на потребительские товары, что должно ускорить рост рынка контейнерных перевозок (рост обеспечивается в основном за счет импорта). При таком сценарии можно ожидать повышения выручки и рентабельности компаний, занимающихся контейнерными перевозками, – Global Ports, ТрансКонтейнера и FESCO.

Готовясь к вступлению в ВТО, Россия продолжит переговоры с ЕС об изменении механизма взимания сборов за транссибирские перелеты, которые европейские авиаперевозчики платят Аэрофлоту. По словам главы российской делегации на переговорах по ВТО, речь идет не о полной отмене сборов, а об их снижении и изменении действующего механизма, больше всего выгодному Аэрофлоту. Однако переговоры могут продлиться еще как минимум год, а изменения соглашения о сборах вступят в силу не ранее 2013 года. Эти новости благоприятны для настроения рынка, но едва ли прямо повлияют на оценку Аэрофлота. Мы исходим из того, что роялти за транссибирские перелеты будут отменены в 2013 году, в результате чего рентабельность Аэрофлота по EBITDA снизится примерно на 200 б. п. В 2010 году на роялти пришлось 10% EBITDA и 46% чистой прибыли компании.

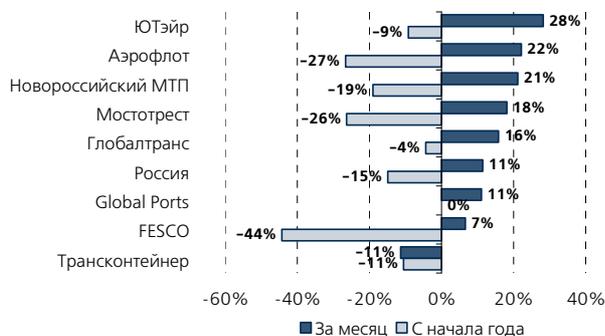
**ЛУЧШИЕ АКЦИИ**

- **Глобалтранс** – по-прежнему наша любимая компания в транспортном секторе, хотя аукцион по продаже ПГК почти не сказался на котировках ее акций. У Глобалтранса сбалансированная бизнес-модель, низкая долговая нагрузка и большие денежные потоки. Катализатором роста акций может стать ожидающееся объявление параметров либерализации локомотивного рынка.

*Igor\_Vasilyev@troika.ru, Mikhail\_Ganelin@troika.ru, Ivan\_Belyaev@troika.ru*

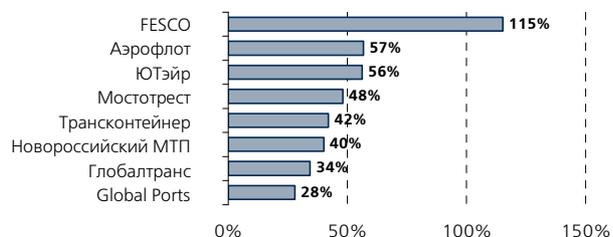
## Транспорт. Основные показатели

### Динамика акций



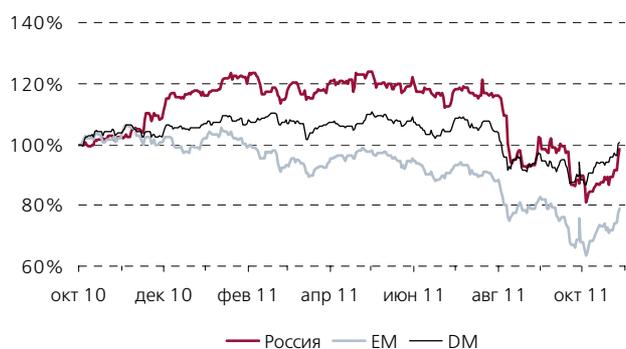
Источник: Bloomberg

### 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	1,91	3,00	2 029	4,0	ПОКУПАТЬ	7,7	3,9	10%	1,5	102%	3,9	32%
Глобалтранс	16,25	21,84	2 569	3,2	ПОКУПАТЬ	10,7	6,2	35%	2,7	89%	5,4	14%
Мостотрест	5,85	8,66	1 650	1,4	ПОКУПАТЬ	13,1	5,7	261%	2,7	-79%	4,1	42%
Global Ports	17,00	21,75	2 663	1,3	ПОКУПАТЬ	13,7	8,4	60%	2,6	3%	6,9	25%
FESCO	0,30	0,65	891	1,3	ПОКУПАТЬ	16,4	5,5	177%	0,6	23%	4,8	71%
Трансконтейнер	8,50	12,07	1 181	0,9	ДЕРЖАТЬ	17,3	6,9	124%	1,5	105%	5,5	60%
Новороссийский МТП	8,10	11,35	2 080	0,7	ДЕРЖАТЬ	8,4	5,3	0%	1,7	45%	3,5	50%
ЮТэйр	0,49	0,76	280	0,0	ПОКУПАТЬ	43,2	10,0	-57%	1,2	861%	7,4	758%
<b>Россия</b>	-	-	<b>13 344</b>	<b>12,9</b>	-	<b>13,9</b>	<b>6,0</b>	<b>30%</b>	<b>1,8</b>	<b>114%</b>	<b>4,9</b>	<b>37%</b>
<b>EM</b>	-	-	-	-	-	<b>15,2</b>	<b>8,7</b>	<b>-8%</b>	<b>1,4</b>	<b>327%</b>	<b>7,2</b>	<b>16%</b>
<b>DM</b>	-	-	-	-	-	<b>14,5</b>	<b>6,7</b>	<b>-4%</b>	<b>1,7</b>	<b>196%</b>	<b>6,0</b>	<b>19%</b>

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

---

## Недвижимость. От ВТО пользы немного

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В октябре в секторе недвижимости появились первые признаки оживления, но опережающую динамику показали только Группа ЛСР, ГК “Эталон” и AFI Development, а остальные бумаги завершили месяц с потерями. В итоге рыночная капитализация сектора за октябрь повысилась лишь на 9%, а Индекс РТС вырос на 20%. По мере восстановления склонности инвесторов к риску стал повышаться спрос на акции, динамика которых с начала года хуже рынка (такие как Группа ЛСР и AFI Development), а также на сравнительно качественные и ликвидные бумаги (к которым относятся Группа ЛСР и ГК “Эталон”), хотя о высокой ликвидности акций российских девелоперов говорить не приходится). Остальные бумаги сектора в условиях высокой волатильности и неопределенности все еще считаются слишком рискованными, даже несмотря на хорошие фундаментальные показатели всех сегментов рынка недвижимости и на то, что рыночная капитализация российских девелоперов гораздо ниже стоимости их чистых активов.

С фундаментальной точки зрения, показатели сектора по-прежнему выглядят хорошими: в сегменте жилищного строительства три компании показали по итогам 3К11 сильные операционные результаты, а ставки аренды коммерческой недвижимости и стоимость площадей растут на фоне снижения доходности. В стоимостном выражении розничные продажи жилья выросли с уровня годичной давности в диапазоне от 25% у ГК “Эталон” до 79% у ГК ПИК до максимальных уровней за последние два с половиной года, что обусловлено рекордным объемом ипотечного кредитования. Однако котировки акций по-прежнему определяются макроэкономической обстановкой, рыночными тенденциями и уровнем ликвидности – а не фундаментальными показателями компаний. До тех пор пока на рынке не возобладает оптимизм, ситуация едва ли изменится.

### СТРАТЕГИЯ

Для России вступление в ВТО – событие, безусловно, важное, но недвижимость является преимущественно внутренним рынком, поэтому присоединение к организации принесет немного пользы российским девелоперам. В строительстве используются в основном материалы отечественного производства, которые почти не экспортируются. Отмена импортной пошлины на небольшой набор стройматериалов, которая уже сейчас ниже 5%, почти не скажется на себестоимости строительства, как видно на примере периодически вводившейся пошлины на импорт цемента (в настоящее время ее нет).

Впрочем, помимо импортных пошлин на стройматериалы, есть два параметра, которые могут измениться с вступлением России в ВТО: это стоимость финансирования и пошлины на импорт строительной техники. Снижение стоимости финансирования положительно повлияло бы на прибыль девелоперов и позволило бы сократить потребности в оборотном капитале (традиционно компаниям отрасли требуется много капитала, но у них зачастую мало активов, приносящих доход). Однако аналитики Тройки Диалог, освещающие банковский сектор, полагают, что стоимость финансирования сократится незначительно. Между тем снижение импортных пошлин на строительную технику, возможно, станет самым важным последствием вступления в ВТО. Сейчас они составляют 5–15%, и их снижение позволит производителям стройматериалов, подрядчикам и, как следствие, девелоперам сократить капиталовложения. Эффект проявится лишь в средне- и долгосрочной перспективе, да и предсказать распределение потенциальной выгоды для производителей стройматериалов, подрядчиков и девелоперов пока нельзя. Тем не менее уже сейчас можно полагать, что среди представленных на фондовом

рынке девелоперов более других выиграет Группа ЛСР: она сэкономит вне зависимости от того, какое из ее подразделений получит наибольшую выгоду от вступления России в ВТО.

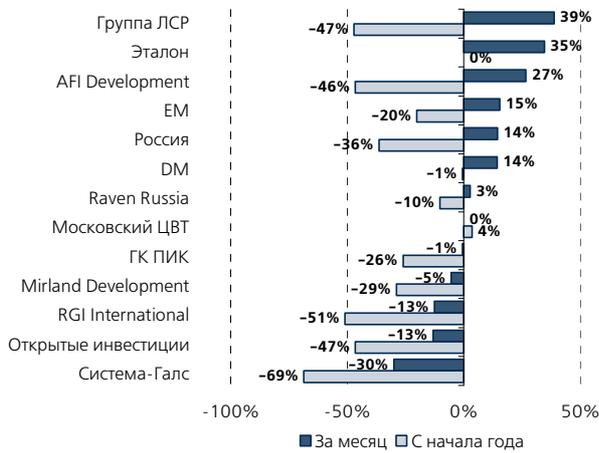
#### **ЛУЧШИЕ АКЦИИ**

- **Группа ЛСР** – одна из самых качественных акций сектора, при этом оцененная ниже всех по рыночным коэффициентам.
- **ГК “Эталон”** – также привлекательно оцененный высококачественный эмитент с низкой долговой нагрузкой. Обратный выкуп акций должен придать котировкам импульс к росту.

*Julia\_Gordeyeva@troika.ru, Igor\_Vasilyev@troika.ru*

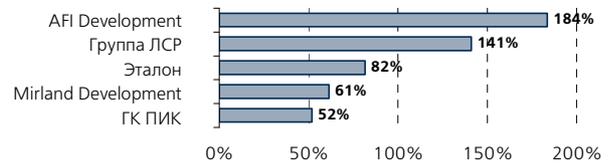
## Недвижимость. Основные показатели

### Динамика акций



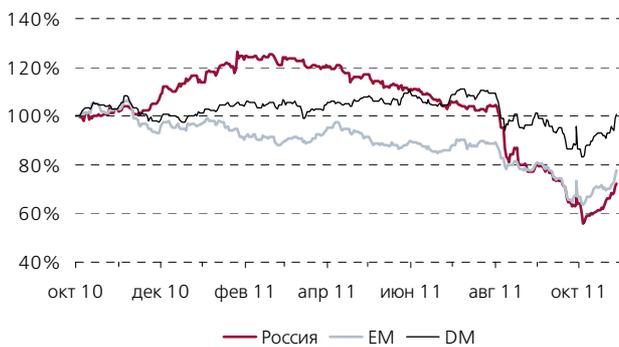
Источник: Bloomberg

### Потенциал роста до целевой цены



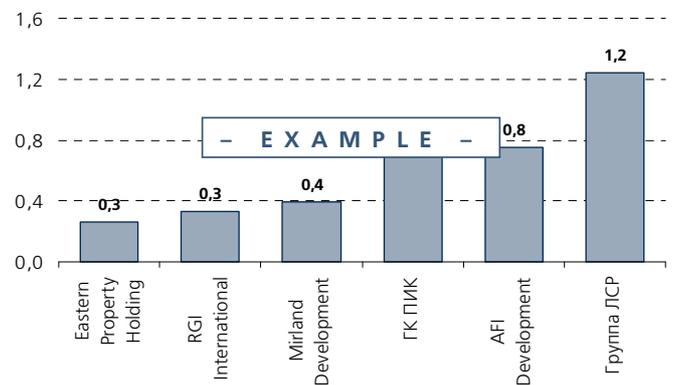
Источник: Тройка Диалог

### Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

### Цена / оценочная стоимость портфеля проектов



Источник: компании, Тройка Диалог

### Сравнительная оценка

	Цена	Целевая	Капит	ADT	Реком.	2011о					2012о	
	\$	цена, \$	\$ млн.	\$ млн.		P/E	EV/EBITDA	EPS, г/г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EV/EBITDA	EPS, г/г
Группа ЛСР	4,87	11,74	2 509	5,2	ПОКУПАТЬ	15,3	9,4	168%	1,3	2,8	5,2	132%
ГК ПИК	3,00	4,56	1 480	4,8	ПОКУПАТЬ	45,1	14,8	-	отр.	7,0	10,8	170%
Эталон	4,98	9,04	1 469	3,0	ПОКУПАТЬ	7,6	6,4	-	1,4	0,0	5,6	16%
AFI Development	0,57	1,62	589	0,6	ПОКУПАТЬ	2,1	12,5	1031%	0,3	6,8	8,8	-63%
Raven Russia	0,87	-	470	0,5	-	31,7	16,3	-27%	0,7	8,9	12,1	106%
Система-Галс	0,53	-	118	0,1	-	отр.	>100	-	отр.	-	12,1	-
Московский ЦВТ	0,44	-	501	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Открытые инвестиции	23,00	-	351	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-
RGI International	1,27	-	205	0,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Mirland Development	3,10	5,010	309	0,0	ДЕРЖАТЬ	5,2	23,2	168%	0,8	11,9	13,6	-58%
<b>Россия</b>	-	-	<b>8 130</b>	<b>14,4</b>	-	<b>11,9</b>	<b>12,7</b>	<b>228%</b>	<b>1,1</b>	<b>5,7</b>	<b>7,8</b>	<b>15%</b>
<b>EM</b>	-	-	-	-	-	<b>11,0</b>	<b>8,9</b>	<b>21%</b>	<b>1,2</b>	<b>3,0</b>	<b>6,7</b>	<b>28%</b>
<b>DM</b>	-	-	-	-	-	<b>16,0</b>	<b>16,1</b>	<b>30%</b>	<b>1,2</b>	<b>6,6</b>	<b>14,8</b>	<b>-6%</b>

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

---

## Компании малой капитализации. Сравнительный подход

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Рынок слишком волатилен, чтобы инвесторы начали покупать неликвидные бумаги, и до конца года интерес к компаниям малой капитализации едва ли возобновится. В ходе октябрьского отскока рынка в лидерах роста оказались Улан-Удэнский авиазавод (+60%), Казаньоргсинтез (+56%), РКК "Энергия" (+45%), Sollers (+33%) и Нижнекамскнефтехим (+26%). Специфических катализаторов роста не было. Хуже всего была динамика акций Машиностроительного завода (-60%), Сибирского цемента (-27%), Уфаоргсинтеза (-20%) и Ростовоблгаза (-19%). Впрочем, и в этом случае падение обусловлено глобальными распродажами, а не какими-то негативными новостями о конкретных компаниях.

### СТРАТЕГИЯ

Посмотрим, как грядущее вступление России в ВТО повлияет на российское автомобилестроение, тяжелое машиностроение и производство стройматериалов. Импортная пошлина на новые легковые автомобили в следующем году снизится с 35% до 25%, после чего будет ежегодно сокращаться на 1 п. п. и в 2019 году составит 15%. Данное условие вполне благоприятно для отечественных автопроизводителей и не грозит им ценовой конкуренцией с импортными моделями и сокращением рентабельности. Постепенное сокращение импортных пошлин в течение семи лет позволит компаниям (и российским, и зарубежным), имеющим сборочные площадки в России в спокойной обстановке локализовать и расширить производство и таким образом противостоять импорту. Пока неясно, как изменятся пошлины на поддержанные автомобили; не исключено, что они будут снижены пропорционально пошлинам на новые машины.

Импортные пошлины на продукцию тяжелого машиностроения составляют в среднем 5–15%, и после вхождения России в ВТО они, по всей видимости, также будут снижены. Впрочем, сокращение пошлин затронет главным образом оборудование, аналогов которого не производится в России, в то время как на оборудование, аналоги которого производятся в России (к примеру, энергетическое, такое как турбины), пошлины сохранятся. Данное ограничение будет на руку, в частности, Силовым машинам.

Присоединение к ВТО должно быть позитивным для промышленных предприятий с масштабными инвестиционными программами модернизации: это снизит их расходы на закупку иностранного оборудования.

### ЛУЧШИЕ АКЦИИ

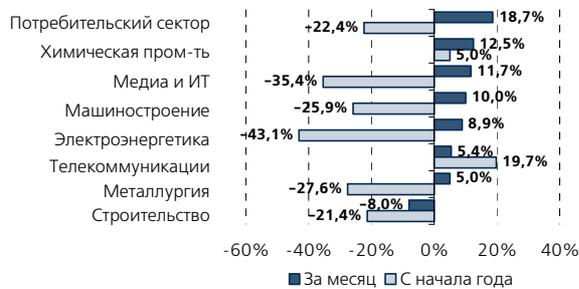
■ **Машиностроительный Завод, Сибирский Цемент, Группа ГАЗ, Силовые Машины, Нижнекамскнефтехим.** В отсутствие убедительных инвестиционных идей в секторе малой капитализации мы обращаем внимание на акции, показавшие менее значительный рост относительно других аналогичных бумаг на фоне восстановления рынка, а также на особые, относительно спекулятивные случаи. Мы считаем, что акции таких компаний, как Машиностроительный завод и Сибирский цемент, в ходе рыночного спада были перепроданы, и ожидаем их восстановления по мере роста рынков, тем более что новостной фон вокруг них вполне благоприятный. Акции ГАЗа выглядят довольно интересно, поскольку за октябрь они упали на 4,7%, в то время как бумаги Sollers подорожали на 32,7%. Нам также нравятся Силовые машины: в случае приобретения контролирующим акционером 25% ак-

ций у Siemens он должен будет выставить обязательную оферту миноритариям – как мы полагаем, по цене существенно выше текущей рыночной. Наш давний фаворит – Нижнекамскнефтехим: у него привлекательная оценка и высокая дивидендная доходность как обыкновенных, так и привилегированных акций.

*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\*



\* На основе среднего значения индикативного диапазона.

Источник: Тройка Диалог

## Сравнительная оценка

	Цена	Капит.	ADT	P/E	2011о		P/E	2012о	
	\$	\$ млн.	\$ млн.		EPS, г/г	EV/EBITDA		EPS, г/г	EV/EBITDA
Салаватнефтеоргсинтез	150	2 783	0,00	19,2	54%	6,4	19,9	-4%	5,9
Выксунский МЗ	1 348	2 314	0,05	6,0	-40%	5,3	4,2	44%	3,8
Южный Кузбасс	50,40	1 820	0,17	3,2	58%	1,8	3,2	0%	1,8
Нижнекамскнефтехим	0,78	1 363	0,17	3,2	82%	1,9	2,7	19%	1,4
Улан-Удэнский авиац. завод	2,00	535	0,00	3,1	17%	1,8	2,8	10%	1,7
ГАЗ	32,00	518	0,02	44,4	-	6,8	7,1	529%	5,2
Куйбышев Азот	2,10	502	0,00	2,8	215%	2,2	3,5	-21%	2,1
Сода	24,00	477	0,00	6,2	11%	3,2	5,5	12%	2,9
Sollers	13,87	464	0,45	8,4	-	5,0	6,4	33%	4,7
Казанский вертолетный завод	3,00	462	0,00	2,9	26%	3,0	2,5	12%	2,3
Челябинский мет. завод	138	437	0,03	4,1	-	5,8	-16,2	-	5,2
Башинформсвязь	0,42	408	0,01	9,1	91%	10,0	9,1	0%	8,5
Учалинский ГОК	10,00	381	0,00	4,9	-26%	2,2	5,1	-4%	1,8
Коршуновский ГОК	1 512	378	0,05	2,6	36%	0,3	3,3	-22%	-
Уралэлектромедь	62,50	317	0,02	2,3	-15%	1,6	2,8	-18%	2,1
Казаньоргсинтез	0,160	304	0,30	6,8	17%	5,1	6,7	2%	4,7
НБАМР	115	264	0,00	6,2	8%	4,5	5,4	13%	3,6
Гайский ГОК	388	239	0,00	2,2	18%	2,2	2,8	-20%	2,1
Уфимские моторы	0,63	193	0,00	3,7	306%	7,0	3,5	7%	6,7
Метафракс	0,55	179	0,00	3,9	55%	1,3	3,3	19%	1,1
Ашинский мет. завод	0,33	162	0,08	15,8	-69%	5,2	17,5	-10%	5,1
Лужский абразивный завод	5 950	140	0,00	4,0	19%	1,7	3,4	17%	0,9
Машиностроительный завод	87,50	129	0,01	10,9	-79%	0,6	3,1	255%	1,2
Ленгазспецстрой	2 525	127	0,01	8,1	-28%	2,8	4,4	86%	1,5
Внипигаздобыча	905	115	0,01	4,3	-3%	-	3,8	16%	-
Красный котельщик	0,38	95	0,00	29,3	-	11,6	14,3	105%	11,3
Мостоотряд No 19	1 250	95	0,00	15,6	91%	3,8	14,1	11%	3,6
Мостострой 11	1 050	91	0,00	11,3	-20%	3,3	10,6	6%	2,9
Центрэнергогаз	900	85	0,00	-36,3	-58%	4,8	29,7	-	3,5
Русполимет	0,0208	83	0,01	13,1	45%	4,7	9,7	35%	4,1
Ковровский механический завод	70,00	57	0,00	23,0	-73%	5,4	15,7	46%	4,7
Башнефтегеофизика	95,00	51	0,00	2,5	196%	2,7	1,8	38%	1,8
Волгомост	27,50	39	0,00	10,4	-13%	5,6	4,0	159%	4,8
Арзамасский приборостроительный завод	95,00	31	0,00	3,3	37%	2,5	3,0	11%	2,3

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

---

## Долговые бумаги. Американские горки

### Еврооблигации: первичный рынок приоткрыл двери

#### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

В октябре ситуация на рынке еврооблигаций напоминала американские горки: много резких поворотов и благополучный финиш. Сильная турбулентность вернула спреды CDS России на уровень середины 2009 года и лишила отечественных заемщиков доступа к первичному рынку, а на вторичном вывела доходность выпусков второго эшелона в область двузначных чисел. Однако панических настроений не наблюдалось. Во-первых, показатели российской экономики, благодаря высоким ценам на нефть, не внушают опасений, во-вторых, инвесторы работали с небольшим кредитным плечом, что позволило им избежать принудительных продаж: падение цен происходило на низких объемах.

Многие имели в своем распоряжении достаточно средств даже для того, что пополнить свои портфели. Отсюда тот стремительный рост, которым было встречено сообщение об инициативах ЕС, направленных на разрешение долговых проблем: за два дня цены еврооблигаций взлетели на несколько процентных пунктов, едва не обновив годовые максимумы. Впрочем, до стабилизации мировым рынкам еще далеко, и высокая волатильность, по нашему мнению, сохранится до конца года.

#### СТРАТЕГИЯ

Российские заемщики, несмотря на улучшение конъюнктуры, смогли разместить лишь пару выпусков “коммерческих” бумаг (ЕСР), предназначенных скорее для участников денежного рынка, чем для обычных инвесторов, работающих с еврооблигациями. Мы полагаем, что в ноябре первичный рынок будет открыт, по крайней мере для представителей первого эшелона, которым, вероятно, удастся разместить и классические облигации. Конечно, им придется конкурировать с эмитентами из других развивающихся стран, а инвесторы будут требовать премии, но это не должно отпугнуть российских заемщиков, имеющих потребность в финансировании, т. к. номинальная доходность все еще невысока.

Ситуация на вторичном рынке будет во многом зависеть от способности европейских властей перейти от громких заявлений к практическим действиям по рекапитализации банков и расширению полномочий Европейского фонда финансовой стабильности. Мы на этот счет не обольщаемся: слишком мало было сделано за два года. По-видимому, в ближайшее время рынок продолжит получать противоречивые сигналы, что только усилит волатильность.

Даже с технической точки зрения российские еврооблигации недешевы, а с учетом того, что на рынке могут появиться новые выпуски, дальнейшее сужение спредов представляется совсем мало вероятным. Более того, если международный новостной фон будет негативным, цены могут значительно снизиться. Мы по-прежнему отдаем предпочтение относительно коротким облигациям.

#### ЛУЧШИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

- **Банк Москвы – 13.** Спред этих бумаг к кривой доходности облигаций ВТБ, полноценной “дочкой” которого стал Банк Москвы, слишком велик.
- **Альфа-Банк – 13.** Эмитент – крупнейший в России негосударственный банк – пользуется мощной поддержкой акционеров.

## Рублевые облигации: передышка

### ОСНОВНЫЕ СОБЫТИЯ

Рынки рублевых облигаций пережили непростой месяц. Сначала высочайшая волатильность курса рубля к бивалютной корзине (диапазон колебаний – от 35,3 руб. до 37,6 руб.) вызвала резкое уменьшение спроса на рублевые инструменты. Как следствие, первичный рынок продолжал бездействовать, а на вторичном существенно сократилась ликвидность, что для рынка рублевых облигаций вообще характерно: в трудные времена резиденты предпочитают держать бумаги, а не продавать их на открытом рынке.

В конце месяца все перевернулось: на обнародование плана ЕС по борьбе с долговым кризисом рынки ответили стремительным ростом. Впрочем, первичные размещения начались еще раньше. В частности, ФСК ЕЭС разместила трехлетний выпуск облигаций объемом 10 млрд. руб., причем спрос превысил предложение в 2,5 раза. Но даже этому заемщику, относящемуся к первому эшелону, пришлось заплатить премию по доходности ко вторичному рынку (около 70 б. п.). Таким образом, стало ясно, во-первых, что условия продолжают диктовать инвесторы, а во-вторых, что у них есть свободные средства. Неудивительно, что, пользуясь улучшением конъюнктуры, ближе к концу месяца решение о выходе на рынок приняли еще несколько эмитентов. Впрочем, на наш взгляд, надеяться на успешное размещение могут, помимо компаний первого эшелона, лишь очень хорошо известные заемщики из второго. Заплатить премию, однако, придется и тем, и другим.

### СТРАТЕГИЯ

Итак, после трехмесячного перерыва корпоративные заемщики вновь вышли на первичный рынок. Однако его емкость, на наш взгляд, остается ограниченной: уровень ликвидности не высок, и банкам приходится активно рефинансироваться в ЦБ. Кроме того, неясно, оставит ли Минфин на депозитах в коммерческих банках временно свободные средства (более 1 трлн. руб.). Даже если оставит, емкость первичного рынка в первой половине ноября, по нашим оценкам, не будет превышать 50–70 млрд. руб. Для негосударственных заемщиков дело осложняется тем, что в ноябре – декабре им, вероятно, придется конкурировать с Минфином (хочется надеяться, что объемы размещения ОФЗ будут умеренными – около 10 млрд. руб. в неделю).

В конце года ситуация, по нашему мнению, улучшится: в это время расходы федерального бюджета должны превысить доходы приблизительно на 1 трлн. руб. Тогда первичный рынок сможет работать в нормальном режиме, а на вторичном снизится доходность. Однако сохранится их сильная зависимость от мировых рынков, волатильность которых будет импортироваться в Россию в первую очередь через валютный и сырьевые рынки. В этих условиях лучше занимать позиции на ближнем конце кривой.

### ЛУЧШИЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

- **РусАгро БО-5 (дюрация 0,8 года), Газпром нефть – 3 (дюрация 0,7 года).** Эти короткие квазисуверенные выпуски обладают превосходными защитными свойствами.
- **ЛУКОЙЛ БО-1 (дюрация 0,8 года).** Интересен и этот короткий выпуск, тоже эмитированный высококачественным заемщиком, но уже не квазисуверенным.

*Alexander\_Kudrin@troika.ru*

## Долговые бумаги. Основные показатели

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



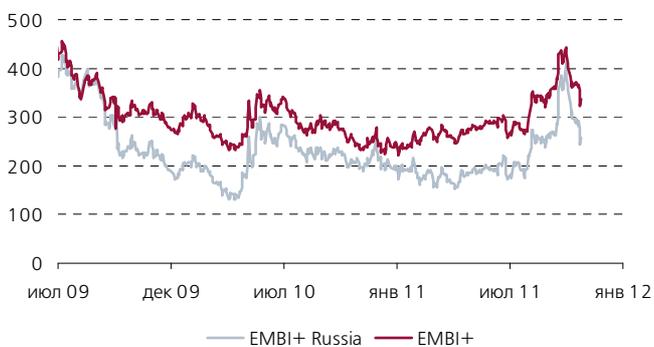
Источник: Bloomberg

**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

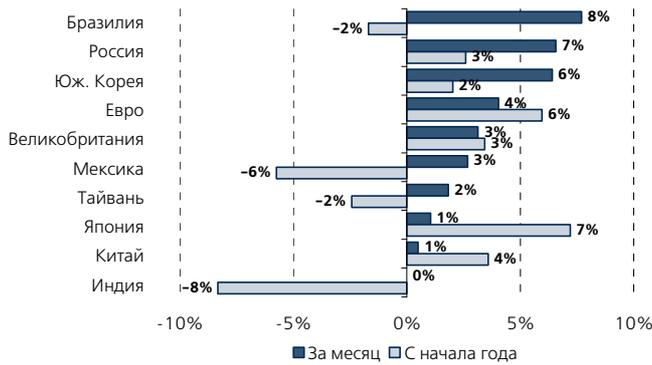
**Доходность к погашению**



Источник: ММВБ

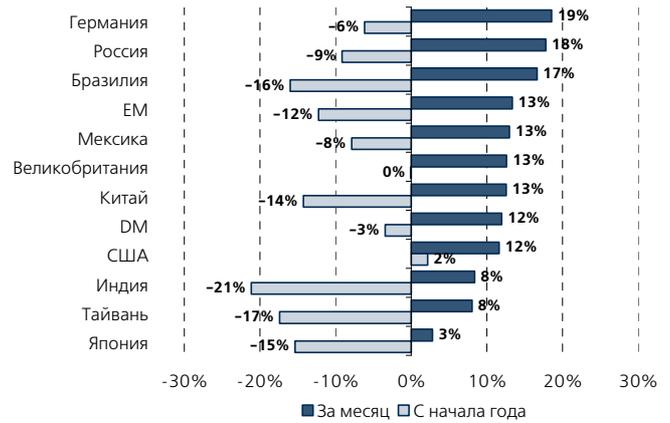
# Мировой рынок

## Динамика валют



Источник: Bloomberg

## Динамика фондовых рынков



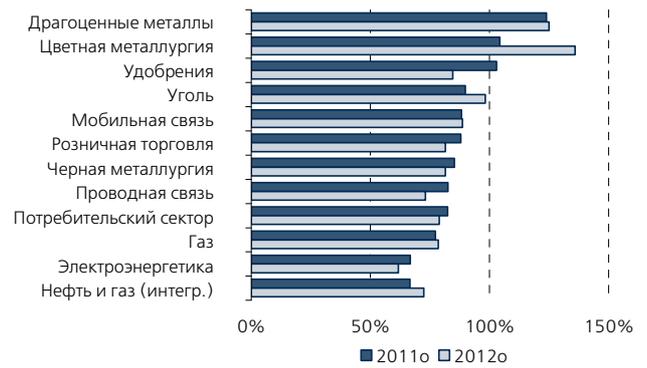
Источник: Bloomberg (индексы MSCI), РТС, ПФТС

## Динамика секторов



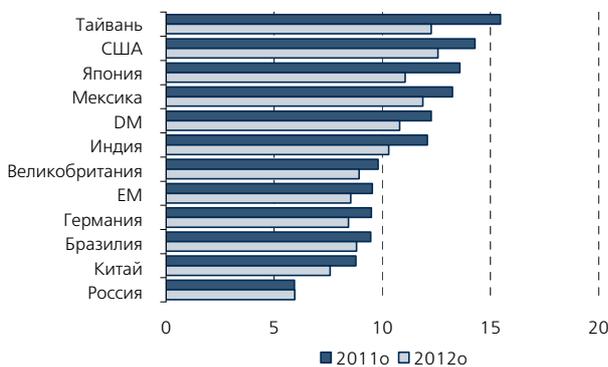
Источник: Bloomberg (индексы MSCI)

## Оценка российских секторов, % мировой



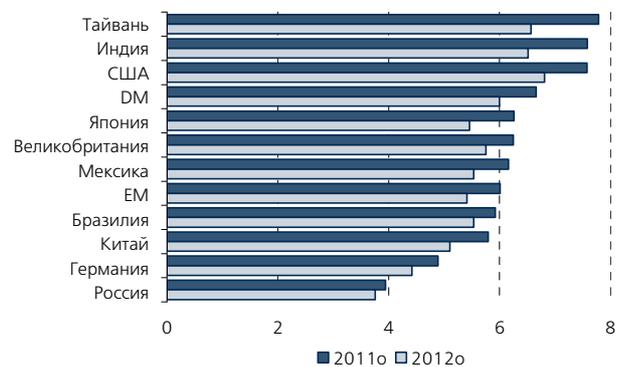
Источник: Тройка Диалог

## Мировые рынки: "цена / прибыль"



Источник: Bloomberg

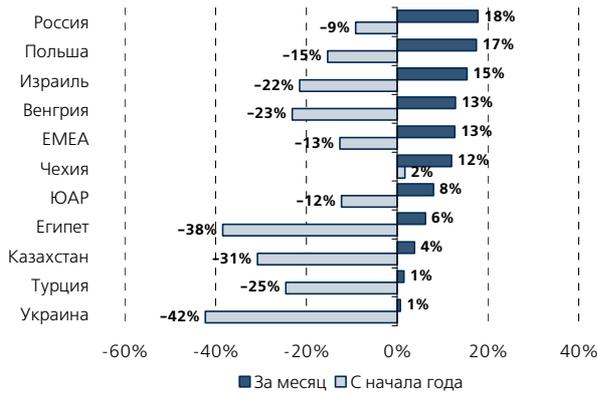
## Мировые рынки: "EV / EBITDA"



Источник: Bloomberg

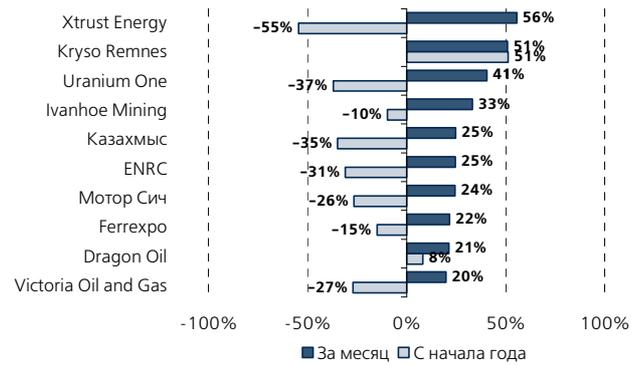
# Рынки ЕМЕА

## Динамика фондовых рынков



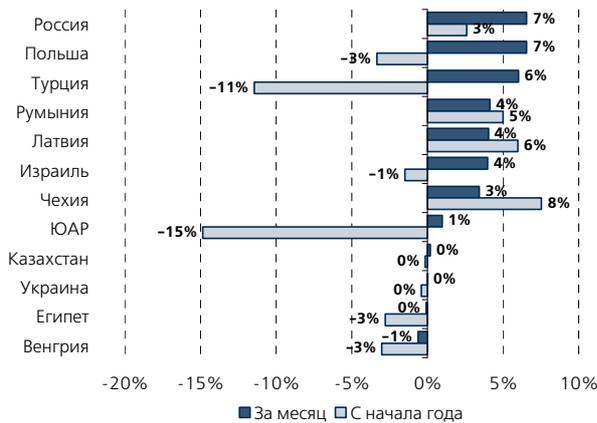
Источник: Bloomberg

## Динамика ликвидных акций Казахстана и Украины за месяц



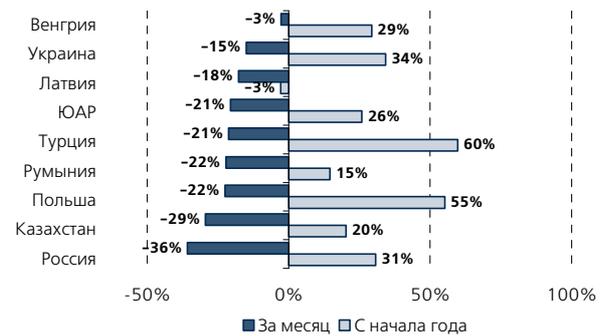
Источник: Bloomberg

## Динамика валют



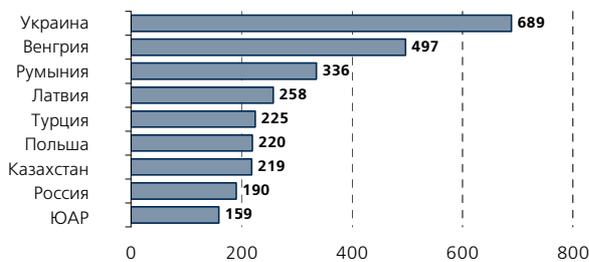
Источник: Bloomberg

## Динамика CDS



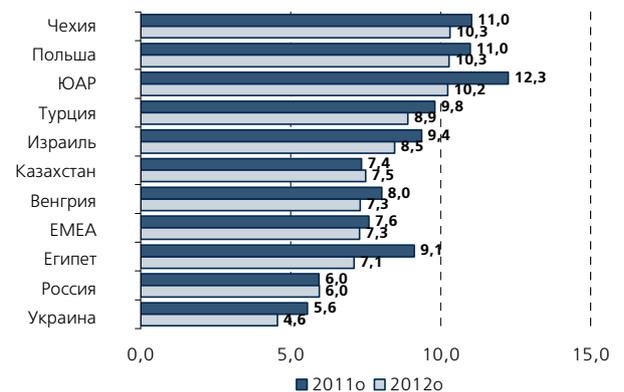
Источник: Bloomberg

## ЕМЕА: котировки CDS



Источник: Bloomberg

## ЕМЕА: "цена / прибыль"



Источник: Thomson

## Макроэкономические показатели

### М2 и золотовалютные резервы



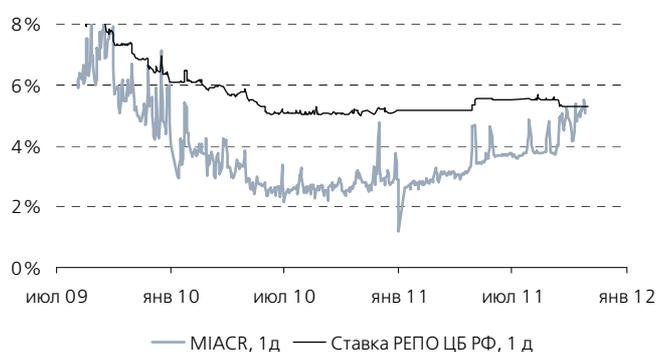
Источник: ЦБ России

### Курс рубля к доллару



Источник: Bloomberg

### Ставки денежного рынка



Источник: Bloomberg

### Макроэкономические показатели

	2009*	2010*	2011о	2012о
Номинальный ВВП, \$ млрд.	1 219	1 478	1 800	2 000
Реальный ВВП, % изм.	-7,8 (-7)	4,0 (5)	4,8	4,0
Реальный объем пром. пр-ва, % изм.	-9,3	8,2	5,9	4,5
Реальное потребление населения, % изм.	-4,8	3 (6)	5,5	4,5
Реальные инвестиции в основной капитал, % изм.	-14,4	6,1	6,0	5,0
Бюджет / ВВП, %	-5,9	-4,0	0,0	-1,4
ИПЦ на конец года, % изм.	8,8	8,8	6,0	6,0
ИЦП на конец года, % изм.	13,9	16,7	15,0	7,0
Денежное предложение на конец года, % изм.	17,7	31,1	20,0	20,0
Безработица, %	8,4	7,5	6,8	6,8
Средняя начисленная зарплата, тыс. руб.	18,8	21,1	24,0	26,5
Экспорт товаров, \$ млрд.	303,4	400,1	515,0	490,0
Импорт товаров, \$ млрд.	191,8	248,7	350,0	370,0
Торговый баланс, \$ млрд.	111,6	151,4	165,0	120,0
Счет текущих операций, \$ млрд.	48,6	71,1	95,0	50,0

Примечание. Официальная оценка ВВП и частного потребления за 2009–2010 годы противоречива. Мы считаем, что темпы роста будут пересмотрены. Поэтому мы указали показатели исходя из нашей оценки в скобках.

Источник: Росстат, Тройка Диалог

### Ключевые показатели роста



Источник: Росстат

### Индекс цен на недвижимость в Москве, \$ / кв. м



Источник: IRN

# Ликвидность

## Ликвидность

	ADT за 30 дней, \$ млн.	ММВБ	РТС	ГДР/АДР	ОТС
<b>Россия</b>	<b>5 658,84</b>	<b>43%</b>	<b>7%</b>	<b>38%</b>	<b>12%</b>
Сбербанк	1 677,89	65%	13%	8%	14%
Газпром	1 103,54	38%	9%	42%	11%
Норильский Никель	515,06	27%	1%	60%	12%
ЛУКОЙл	477,37	29%	6%	59%	6%
Роснефть	290,79	37%	6%	51%	6%
ВТБ	184,68	47%	2%	33%	18%
Уралкалий	157,44	39%	1%	54%	6%
НОВАТЭК	120,95	14%	0%	83%	3%
Северсталь	103,53	42%	0%	52%	5%
Сургутнефтегаз	94,36	42%	6%	34%	18%
Ростелеком	84,52	50%	0%	2%	49%
МТС	64,98	14%	0%	77%	9%
Мечел	56,79	8%	0%	92%	0%
РусГидро	53,06	43%	0%	18%	38%
Евраз Групп	46,67	0%	0%	100%	0%
НЛМК	42,98	38%	0%	60%	2%
Транснефть	42,21	79%	0%	0%	21%
Новый Ростелеком	42,10	100%	0%	0%	0%
X5 Retail Group	39,61	0%	0%	100%	0%
Магнит	38,69	11%	0%	85%	4%
Yandex	33,90	0%	0%	100%	0%
VimpelCom Ltd	33,07	0%	0%	100%	0%
Татнефть	32,15	37%	0%	45%	18%
Полиметалл	29,83	35%	0%	44%	21%
ФСК ЕЭС	25,32	64%	0%	1%	36%
АФК "Система"	24,38	10%	0%	77%	13%
Интер РАО ЕЭС	20,70	45%	0%	0%	55%
Холдинг МРСК	16,15	82%	0%	0%	18%
Петропавловск	13,37	0%	0%	100%	0%
ММК	11,99	56%	0%	37%	6%
Mail.Ru Group	11,91	0%	0%	100%	0%

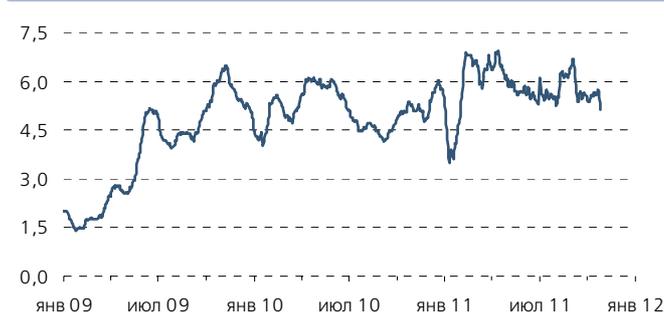
Источник: Bloomberg, РТС, ММВБ

## Прогноз цен на сырьевые товары

	Текущая цена	Изм. цены за месяц		Прогноз на 2012	
		за месяц	YTD	Bloomberg	ТД
Брент, \$ / барр.	109,5	5%	16%	104,8	97,0
Юралз, \$ / барр.	108,3	7%	17%	-	95,0
Медь, \$ / т	7 990	14%	-17%	7 740	7 500
Никель, \$ / т	19 575	11%	-21%	18 640	18 000
Алюминий, \$ / т	2 218,0	3%	-10%	2 151	2 400
Золото, \$ / унция	1 715	6%	21%	1 718	1 650
Серебро, \$ / унция	34	15%	11%	33	32
Платина, \$ / унция	119	-30%	-29%	-	150
ГК прокат, \$ / т	660	-7%	8%	-	683
Коксующийся уголь (FOB Австралия), \$ / т					255

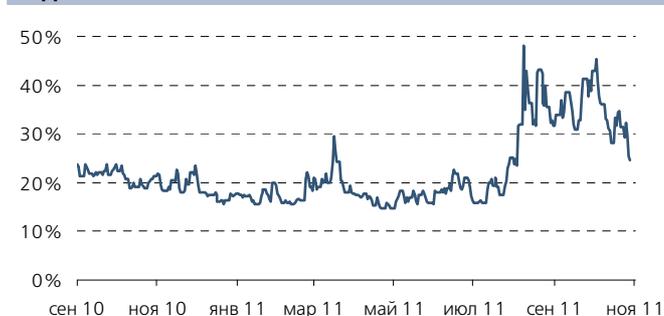
Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

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



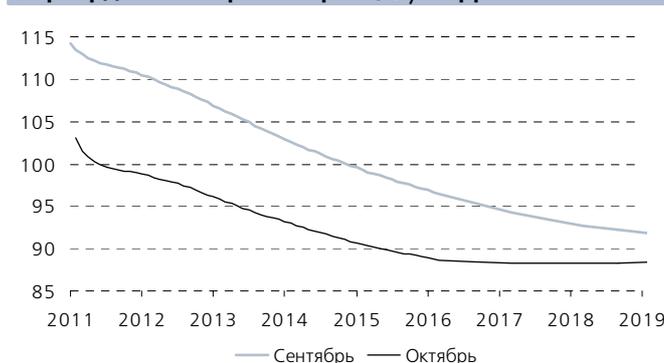
Источник: Тройка Диалог

## 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

Станислав Ермаков

(495) 933 98 50

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  
Трейдера (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. Трехфолева, 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



ФОРУМРОССИЯ2012  
30 ЯНВАРЯ - 3 ФЕВРАЛЯ | МОСКВА | www.therussiaforum.ru

Настоящий аналитический отчет подготовлен Тройкой Диалог или ее аффилированным лицом, указанным в настоящем отчете, и содержит информацию только общего характера. Содержимое 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.

Содержимое 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.