

## Стратегия: Второй эшелон пошел на обгон

### Содержание

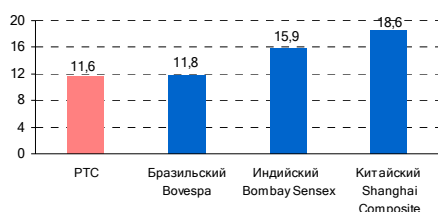
<b>Введение</b>	<b>2</b>
<b>Второй эшелон традиционно реагирует позднее первого</b>	<b>3</b>
<b>Российский рынок: ждем продолжения роста аппетита к риску</b>	<b>4</b>
Восстановление экономики - драйвер, в первую очередь, для второго эшелона	4
Российские голубые фишки уже выглядят недешево	5
Второй эшелон стремительно догнал первый	7
<b>Инвестиционная стратегия: ставка на отдельные идеи в компаниях малой и средней капитализации + нефтегазовая страховка</b>	<b>8</b>
Инвестиционные идеи	8
Модельный портфель	9
<b>Приложение 1</b>	<b>11</b>
Нефть и газ.....	11
Металлургия и добыча.....	12
Электроэнергетика .....	12
Финансовый сектор .....	12
Потребительский сектор .....	13
Телекоммуникации .....	13
Машиностроение.....	13
Химия .....	14
Строительство.....	14
Газораспределение .....	14
<b>Контакты</b>	<b>15</b>
<b>Дополнительная информация</b>	<b>16</b>
Консультации и поддержка.....	16
Обучение от крупнейшего брокера России .....	16
Поддержка профессиональных управляющих.....	16
Быстрое открытие брокерского счета .....	16
Преимущества работы с нами .....	16

## Введение

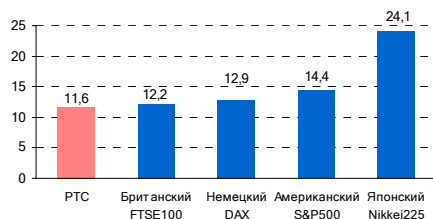
### Прогноз цены нефти и индекса РТС на конец 2009 года

Сценарий	базовый	оптимист.
Нефть Brent	\$ 60	\$ 80
РТС	1000	1300
Потенциал роста	9%	41%

### Сравнение РТС с фондовыми индексами развивающихся стран, цена/прибыль 2010



### Сравнение РТС с фондовыми индексами развитых стран, цена/прибыль 2010



### Наиболее привлекательные инвестиционные идеи во втором эшелоне

Компания	Потенциал роста
Нижегородоблгаз	260%
Сильвинит прив.	185%
Уралсвязьинформ прив.	161%
Бамтоннельстрой прив.	127%
Кузбассразрезуголь	120%

**Российские голубые фишки уже не выглядят дешевыми.** После более чем 50%-ого роста с начала года российский рынок (прежде всего, голубые фишки) уже не выглядит настолько дешевым как в начале года. Средняя оценка компаний в индексе РТС составляет 11,6 прибыли 2010 года, что вполне соответствует оценкам европейских рынков и на уровне ближайшего аналога среди БРИК - Бразилии.

**Второй эшелон готовится обогнать первый.** В мае-июне был отмечен резкий рост интереса инвесторов к компаниям малой и средней капитализации. И концу первого полугодия индекс РТС-2 полностью компенсировал отставание от РТС с начала года. Проводя исторические параллели, мы ожидаем опережающих темпов роста акций второго эшелона по отношению к голубым фишкам и в дальнейшем, в ходе постепенного восстановления национальной экономики.

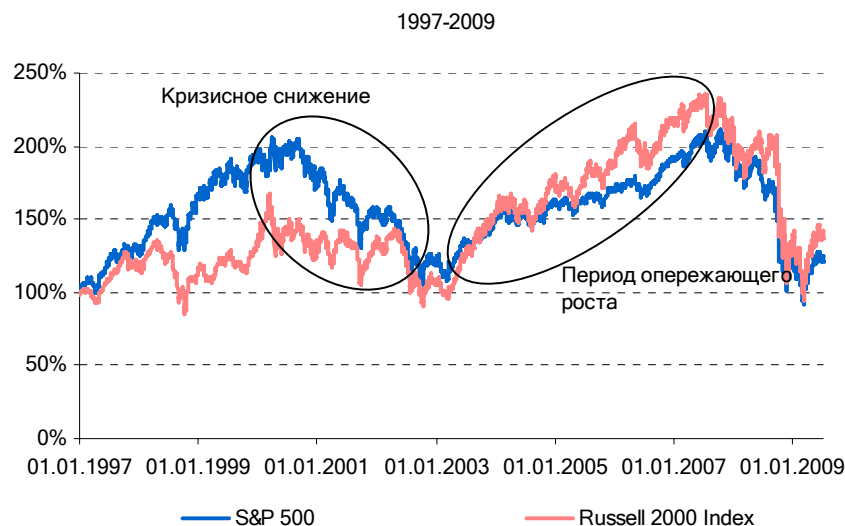
**Улучшение экономической конъюнктуры будет драйвером именно для второго эшелона.** В соответствии с нашим базовым прогнозом, основанном на анализе макро-факторов, даже при сохранении цен на нефть на уровне \$60-70 за баррель, текущая оценка индекса РТС выглядят вполне обоснованной. Тем не менее, сохранение высоких цен на нефть будет способствовать дальнейшей стабилизации общей экономической конъюнктуры и, как следствие, росту аппетита инвесторов к риску - фактически, к бумагам второго эшелона.

**Целый ряд компаний малой и средней капитализации сохраняют трехзначный потенциал роста.** В последние месяцы наблюдается постепенное возвращение спроса инвесторов на бумаги второго эшелона, и среди менее ликвидных эмитентов мы по-прежнему видим целый ряд фундаментально недооцененных компаний, способных принести инвесторам трехзначную доходность в перспективе 2009-2010 годов. Среди таких компаний мы, в первую очередь, выделяем Кузбассразрезуголь, Сильвинит прив., Нижегородоблгаз, Бамтоннельстрой прив, Уралсвязьинформ прив.

## Второй эшелон традиционно реагирует позднее первого

В мировой практике второй эшелон традиционно реагировал с опозданием к голубым фишкам на появление первых признаков восстановления экономики после финансового кризиса. Данную закономерность мы демонстрируем на примере сравнительной динамики американского индекса широкого рынка S&P500 и индекса компаний малой и средней капитализации Russel 2000.

**Рис. 1.** Динамика индексов широкого рынка США S&P500 и акций второго эшелона Russel 2000.



Источник: Bloomberg

На приведенном графике отчетливо видна тенденция, когда после кризисного падения голубые фишки на первом этапе восстанавливаются быстрее второго эшелона, а впоследствии компании малой и средней капитализации догоняют и перегоняют наиболее ликвидные акции.

Российский рынок не имеет столь длительной истории, в частности, индекс компаний второго эшелона РТС-2 рассчитывается лишь с 2004 года. Однако сравнительная динамика индекса РТС и отдельных эмитентов второго эшелона в посткризисный период 1999-2000 годов подтверждает, что сделанные выше выводы относительно запаздывающей реакции второго эшелона применимы и для российского рынка.

Таким образом, мы ожидаем, что российские компании малой и средней капитализации будут демонстрировать лучшую динамику по сравнению с голубыми фишками в ходе восстановления экономики.

## Российский рынок: ждем продолжения роста аппетита к риску

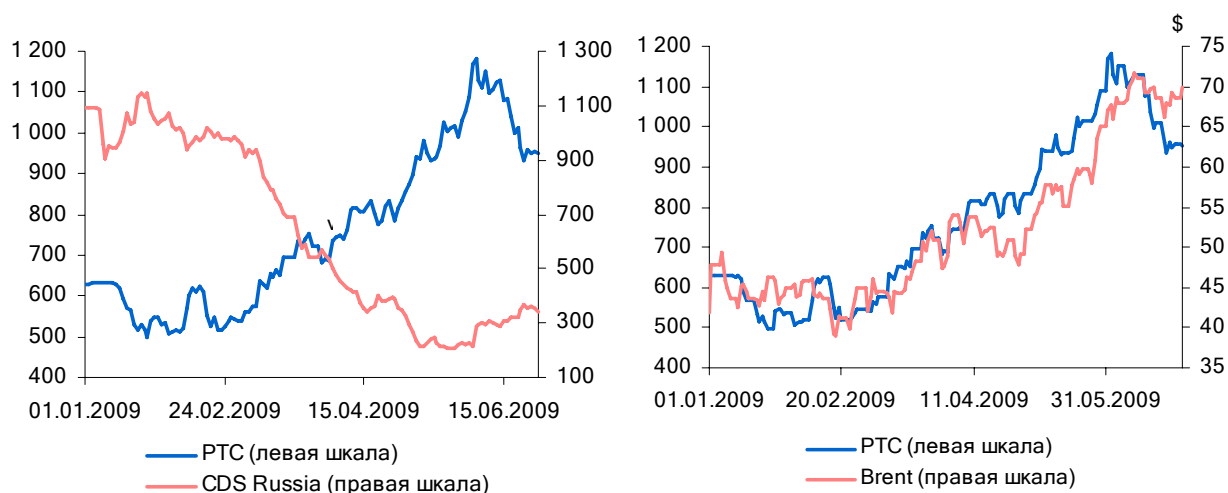
### Восстановление экономики - драйвер, в первую очередь, для второго эшелона

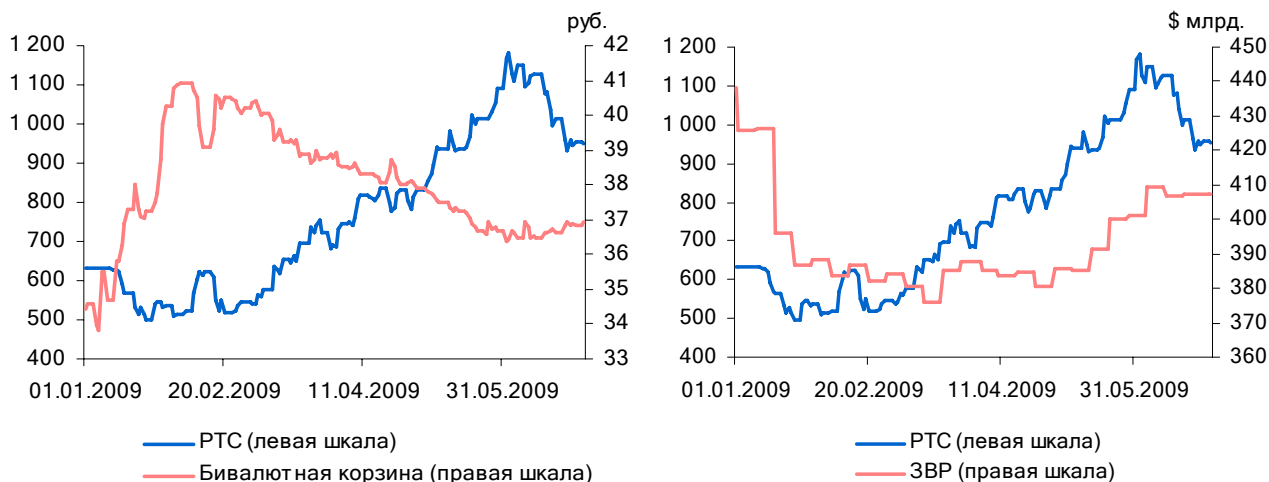
В июне российский рынок корректировался после более чем 100%-ного весеннего роста. Сочетание внешних факторов и конъюнктура денежного рынка по-прежнему остаются благоприятными по сравнению с началом года, и мы ожидаем существенного сокращения темпов падения ВВП во второй половине 2008 года. По нашим оценкам, нормализация экономической конъюнктуры будет наибольшим драйвером именно для компаний второго эшелона, ориентированных на внутренний спрос.

**Высокие цены на нефть увеличивают аппетит инвесторов к риску.** Несмотря на небольшую коррекцию в июне, цены на нефть остаются на абсолютно комфортных для российских компаний и российской экономики уровнях. С позиций реального потребления такой уровень цен выглядит завышенным, однако растущий инвестиционный спрос способен оказать ощутимую поддержку нефтяным котировкам. Мы ожидаем, что высокая цена на нефть будет способствовать дальнейшему росту аппетита инвесторов к риску и, как следствие, к акциям второго эшелона.

**Стабилизация валютного курса рубля способствует нормализации бизнеса компаний, ориентированных на внутренний спрос.** После 12%-ого укрепления за весенние месяцы рубль немного ослаб в июне. Давление на национальную валюту оказали коррекция нефтяных цен и заявление представителей монетарных властей о возможности искусственного ограничения роста национальной валюты для поддержания конкурентоспособности реального сектора. На наш взгляд, для рынка критически важно сохранение устойчивой предсказуемой динамики курса рубля, а умеренное ослабление национальной валюты, которое ЦБ может допустить до конца года, не будет оказывать значимого давления на рынок.

**Рис. 2.** Динамика индекса РТС и наиболее важных макро-факторов





Источник: Bloomberg

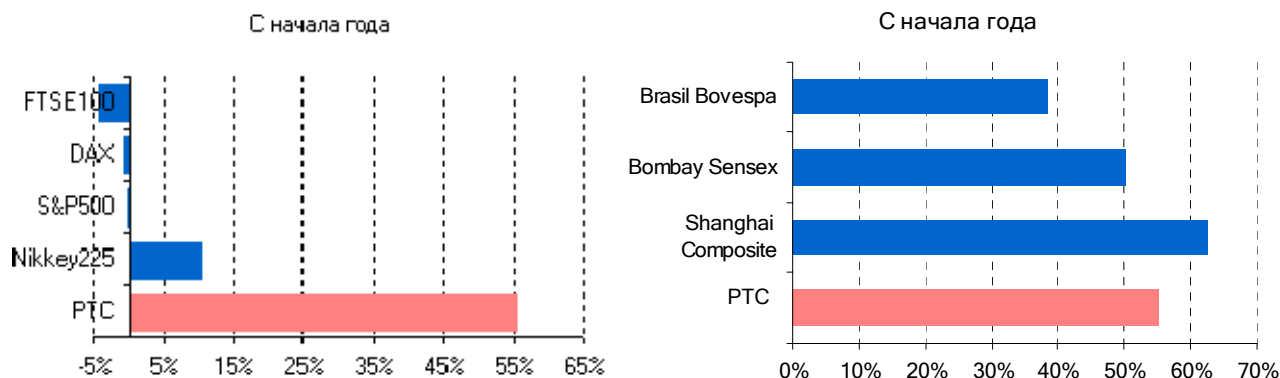
**Рост ЗВР провоцирует снижение суверенной премии за риск.** После обвального падения в январе и периода стабилизации с февраля по апрель, в мае-июне золотовалютные резервы ЦБ выросли почти на 10%, отыграв более половины снижения с начала года. Высокие цены на нефть и укрепление рубля способствовали приостановке оттока капитала, что позволило ЦБ пополнить собственные резервы. При условии сохранения нефтяных цен вблизи текущих уровней можно ожидать дальнейшего роста резервов ЦБ за счет положительного торгового баланса и искусственного ограничения укрепления рубля. Рост ЗВР напрямую способствует снижению суверенных рисков и будет позитивно воспринят инвесторами.

За первое полугодие рыночная оценка риска дефолта российских суверенных долгов (CDS) снизилась с 11% до 3,5%, что явилось отражением благоприятной сырьевой конъюнктуры, улучшения ситуации на денежном рынке и общей переоценки отношения глобальных инвесторов к развивающимся странам. По нашим оценкам, такой значительный пересмотр суверенного риска инвесторами еще далеко не полностью учтен в ценах акций компаний малой и средней капитализации, многие из которых сохраняют трехзначный фундаментальный потенциал.

**Российские голубые фишки уже выглядят недешево**

**Более чем 50%-ный рост PTC с начала года.** В июне PTC выглядел хуже фондовых индексов развитых стран, потеряв с максимумов первой декады того же июня почти 20%. Тем не менее, за первое полугодие российский рынок прибавил более 50%, значительно обогнав биржевые индикаторы развитых стран, которые остались на уровнях начала года.

Рис. 3. Динамика индекса PTC и биржевых индексов развитых и развивающихся экономик

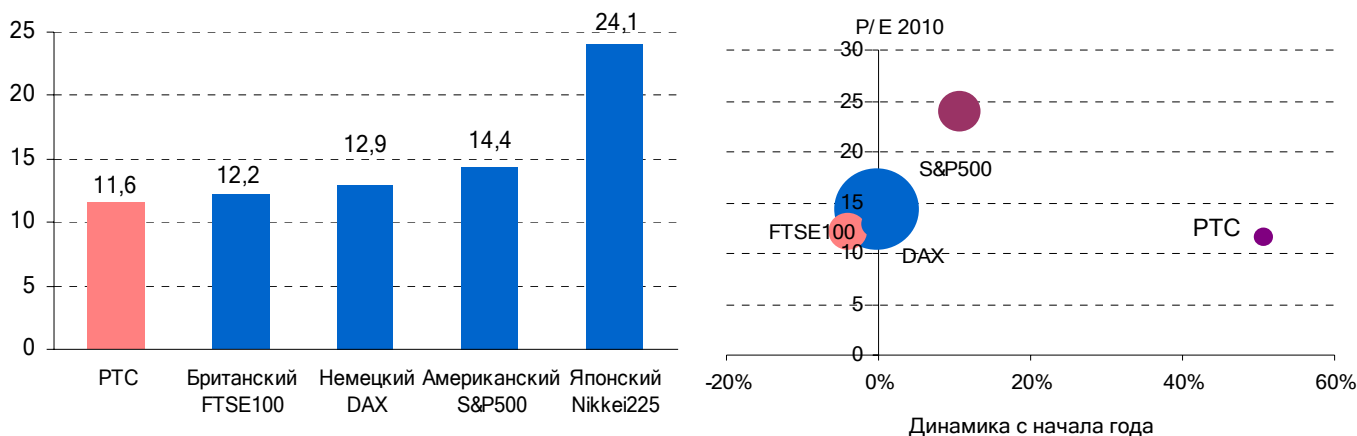


Источник: Bloomberg

По результатам июньской коррекции российский рынок оказался худшим среди БРИК и по динамике с начала года уступил первенство Китаю, что выглядит вполне оправданным, принимая во внимание диаметрально противоположные тенденции, преобладающие в экономиках двух стран.

**Российские акции оценены на уровне европейских...** Значительно обогнав индексы развитых стран с начала года, российский рынок по мультипликатору P/E 2010 в настоящий момент оценен на уровне европейских.

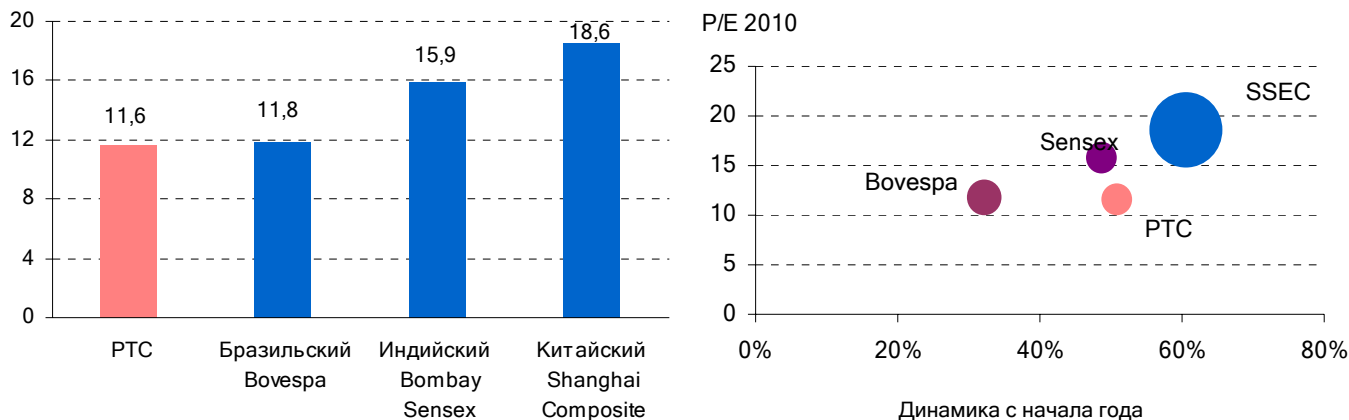
**Рис. 4.** Анализ средневзвешенного P/E 2010 и динамики с начала года индекса PTC и биржевых индексов развитых экономик (величина пузыря отражает капитализацию компаний, входящих в индекс)



Источник: Bloomberg, оценки ИК «ФИНАМ»

**... и бразильских.** Российский рынок перестал быть самым дешевым среди БРИК, сравнявшись по мультипликатору P/E 2010 с наиболее близким аналогом - бразильским рынком.

**Рис. 5.** Анализ средневзвешенного P/E 2010 и динамики с начала года индекса PTC и биржевых индексов развивающихся экономик (величина пузыря отражает капитализацию компаний, входящих в индекс)



Источник: Bloomberg, оценки ИК «ФИНАМ»

Сохраняющийся 25-40% дисконт к Индии и Китаю, с нашей точки зрения, вполне оправдан, поскольку экономики этих стран в наименьшей степени пострадали от кризиса.

**С фундаментальных позиций российский рынок оценен справедливо ...** По нашим оценкам, текущая оценка российского рынка акций близка к справедливой, и фундаментальный потенциал роста голубых фишек - очень небольшой. В этой связи потенциальные позитивные тенденции на российском рынке в ближайшие месяцы могут быть связаны с дальнейшим ростом мировых цен на энергоносители, а не с какими-либо внутренними факторами.

**... но опасения глобальной инфляции как никогда высоки.** В долгосрочной перспективе действия монетарных властей по стимуляции экономического роста грозят резким усилением инфляционного давления. Таким образом, инвесторы

уже сейчас будут ориентироваться на антиинфляционные инструменты, выбор которых невелик: акции и инструменты товарных рынков.

**Табл. 1.** Доли ресурсных компаний в биржевых индексах стран БРИК

Страна (Индекс)	Доля ресурсных компаний в индексе
Россия (РТС)	75%
Бразилия (Brazil Bovespa)	43%
Китай (Shanghai Composite)	38%
Индия (Bombey Sansex)	21%

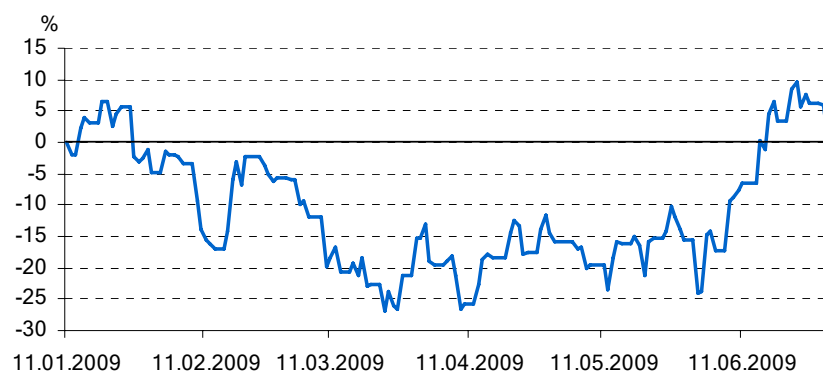
Источник: Bloomberg, оценки ИК «ФИНАМ»

Приток денег на сырьевой рынок или непосредственно в акции прямо или косвенно позитивно влияет на российский фондовый рынок. Российский рынок выделяется наибольшей сырьевой ориентацией среди БРИК (72% индекса РТС связано с сырьевым производством) и, таким образом, является наиболее привлекательным с точки зрения хеджирования глобальных инфляционных рисков.

### **Второй эшелон стремительно догнал первый**

Начиная с середины мая, на фоне роста аппетита инвесторов к риску второй эшелон стал догонять первый, тенденция усилилась в июне, частично за счет более масштабной коррекции в наиболее ликвидных бумагах. В результате, по итогам первого полугодия индекс РТС-2 сравнялся по динамике с индексом РТС.

**Рис. 6.** Динамика индекса РТС-2 относительно РТС с начала 2009 года



Источник: РТС, оценки ИК «ФИНАМ»

Мы по-прежнему отмечаем наличие ряда интересных инвестиционных возможностей среди компаний малой и средней капитализации. Основываясь на текущих рыночных мультипликаторах и исторических параллелях, мы ожидаем, что второй эшелон в ближайшие несколько кварталов может выглядеть лучше голубых фишек.

## Инвестиционная стратегия: ставка на отдельные идеи в компаниях малой и средней капитализации + нефтегазовая страховка

*Отдельные идеи во втором эшелоне сохраняют фундаментальный потенциал.* Несмотря на в среднем достаточно высокую оценку рынка, отдельные идеи сохраняют фундаментальную привлекательность. Ряд компаний малой и средней капитализации продолжает торговаться с большим дисконтом к более «рыночным» аналогам, который далеко не всегда оправдан специфическими рисками. Принимая во внимание слабость реального сектора и дефицит долгового финансирования, мы по-прежнему рекомендуем отдавать предпочтение компаниям с прочными рыночными позициями и здоровым финансовым положением.

*Акции нефтегазового сектора – стабильные защитные инструменты.* В условиях высоких рыночных мультипликаторов и сохраняющейся уязвимости реального сектора экономики мы рекомендуем инвесторам занять более консервативную рыночную позицию. По нашим оценкам, акции нефтегазового сектора в последние месяцы существенно отстали от рынка и на текущих уровнях выглядят привлекательными защитными инструментами.

### Инвестиционные идеи

В данном разделе мы приводим примеры наиболее актуальных инвестиционных идей, нашедших отражение в нашем модельном портфеле.

**Нижегородоблгаз.** Несмотря на относительно небольшой дисконт текущих рыночных котировок к оценкам Росимущества (32% из расчета лучшей цены предложения), мы обращаем внимание на аномально низкие рыночные оценки компании. В настоящий момент, из расчета лучшей цены предложения, капитализация Нижегородоблгаза составляет \$42 млн., что лишь немного превышает чистые денежные средства на балансе компании на конец I кв. 2009 года (\$36 млн.). При этом только за I квартал 2009 компания получила \$15 млн. чистой прибыли.

**Сильвинит прив.** Наиболее позитивно в долгосрочной перспективе мы по-прежнему смотрим на сегмент калийных удобрений. Нашим фаворитом среди российских производителей хлористого калия является Сильвинит. Согласно нашим оценкам, Сильвинит торгуется с 18% и 45%-ным дисконтом по EV/EBITDA 2009 к Уралкалию и иностранным аналогам соответственно.

**Уралсвязьинформ прив.** Компания не является самой дешевой в секторе, но обладает значительным преимуществом в ликвидности. В настоящий момент весь сектор фиксированной связи выглядит недооцененным, что в сочетании с прекращением девальвации рубля может способствовать возвращению спроса инвесторов. Сильные позиции на рынке сотовой связи снижают зависимость бизнеса компании от тарифного регулирования.

**Бамтоннельстрой прив.** Основным бизнесом компании являются строительство и реконструкция железнодорожных тоннелей. Ключевыми заказчиками компании являются Министерство Транспорта РФ и РЖД. У компании прочные рыночные позиции в Южном Федеральном Округе, Центральной и Восточной Сибири. Мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на привилегированные акции Бамтоннельстроя, по которым в уставе предусмотрены дивидендные выплаты не менее 10% чистой прибыли и дисконт которых к обыкновенным акциям находится на максимальных исторических значениях и составляет 85%.

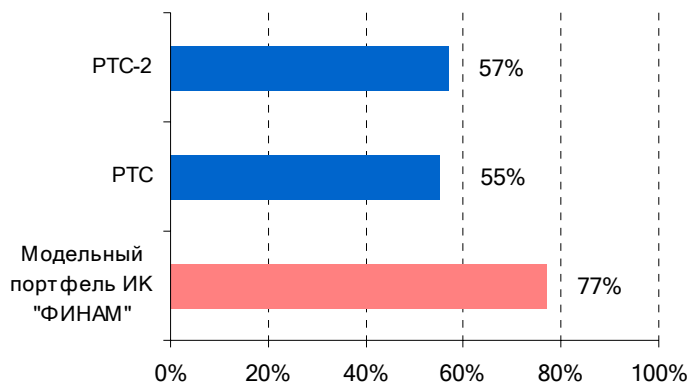
**Кузбассразрезуголь.** В добывающем секторе мы выделяем акции компании Кузбассразрезуголь, крупнейшего в российского производителя энергетического угля (порядка 20% российской добычи). Компания торгуется с 80%-ным дисконтом по производственным мультипликаторам к рыночным аналогам.



### Модельный портфель

**Модельные портфели ИК «ФИНАМ» превзошли рынок с начала года.** С начала 2009 года наш модельный портфель зафиксировал 77%-ный прирост, значительно опередив индекс РТС (+55%) и превзойдя индекс РТС-2 (+57%).

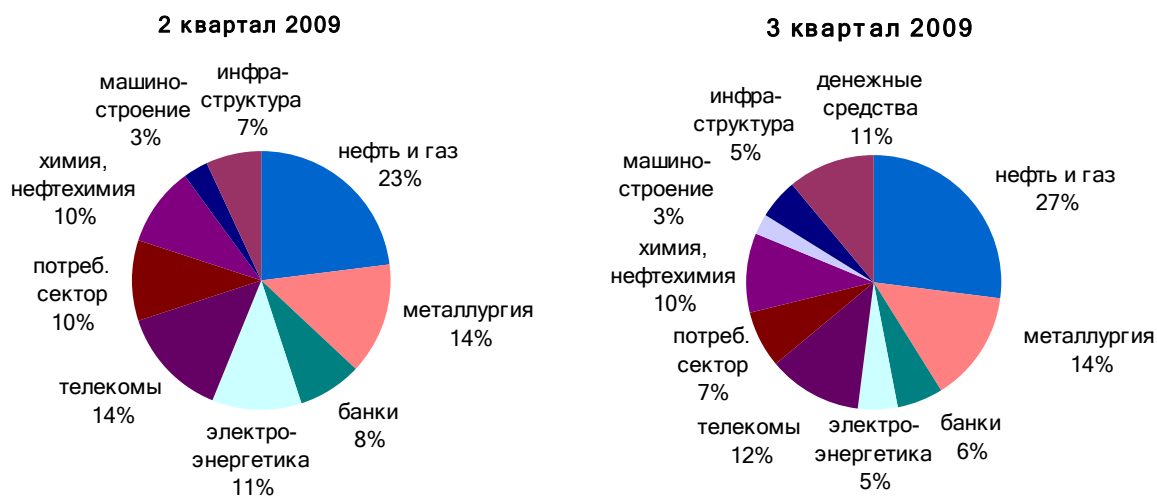
**Рис. 7.** Динамика модельного портфеля ИК «ФИНАМ» в сравнении с РТС и РТС-2 в 2009 году



Источник: РТС, оценки ИК «ФИНАМ»

**Защитные акции нефтегазового сектора.** В условиях нестабильной конъюнктуры реального сектора мы сохраняем высокую степень отраслевой диверсификации нашего модельного портфеля. Наибольшую долю (27%) составляют акции нефтегазового сектора, которые в случае негативной динамики рынка могут стать хорошими защитными инструментами. На металлургическую отрасль приходится 14%, 12% составляет сектор телекоммуникаций.

**Рис. 8.** Изменение структуры секторов модельного портфеля ИК «ФИНАМ»



Источник: оценки ИК «ФИНАМ»

**Сохраняем долгосрочную ставку на внутренний спрос.** Мы по-прежнему высоко оцениваем вероятность начала полноценного восстановления российской экономики в 2010 году и сохраняем в модельном портфеле большую долю (38%) компаний, ориентированных на внутренний спрос. В рамках данного сегмента мы отдаем предпочтение телекомам (12%), потребительскому сектору (7%) и банкам (6%).

Мы ожидаем сохранения спроса на фундаментально привлекательные бумаги крепкого второго эшелона и в данном сегменте делаем ставку на компании с прочными рыночными позициями и стабильным финансовым положением. Доля таких компаний в нашем модельном портфеле - 21%.

Табл. 2. Распределение активов в модельном портфеле ИК «ФИНАМ»

Компания	Тикер	Отрасль	Доля в портфеле
Газпром	GAZP	нефть и газ	8,00%
Лукойл	LKOH	нефть и газ	8,00%
Роснефть	ROSN	нефть и газ	6,00%
Сургутнефтегаз	SNGS	нефть и газ	5,00%
ГМК Норильский Никель	GMKN	металлургия и добыча	7,00%
Кузбассразрезуголь	KZRU	металлургия и добыча	3,00%
Северсталь	CHMK	металлургия и добыча	4,00%
Сбербанк	SBER	банки	6,00%
Холдинг МРСК	MRKH	электроэнергетика	5,00%
МТС	MTSS	телекомы	8,00%
Уралсвязьинформ (прив.)	URSIP	телекомы	2,00%
Дальсвязь (прив.)	ESPKP	телекомы	2,00%
Разгуляй	GRAZ	потреб.сектор	2,00%
Вимм-Билль-Данн	WBDF	потреб.сектор	5,00%
Сильвинит (прив.)	SILVP	химия/нефтехимия	5,00%
Акрон	AKRN	химия/нефтехимия	5,00%
Соллерс	SVAV	машиностроение	3,00%
Бамтоннельстрой (прив.)	BTSTP	инфраструктура	3,00%
Нижегородоблгаз	NNOG	инфраструктура	2,00%
Итого акции	-	-	89,00%
Денежные средства	-	-	11,00%

Источник: оценки ИК «ФИНАМ»

20% портфеля приходится на долю компаний еще менее ликвидных эшелонов. Несмотря на очевидный недостаток ликвидности, мы оставляем в модельном портфеле акции фундаментально недооцененных компаний Кузбассразрезуголь, Бамтоннельстрой, Нижегородоблгаз, способных принести трехзначную доходность в перспективе 1-2 лет.

## Приложение 1

### Описание бумаг в рекомендуемом модельном портфеле

#### Нефть и газ

Компания	Потенциал роста
<p><b>1. ЛУКОЙЛ (PTC: LKOH)</b> - на наш взгляд, самая сбалансированная компания в российском нефтегазовом секторе, что становится особенно важно в условиях кризиса. Большое внимание компания уделяет развитию новых месторождений и инноваций в переработке, а также диверсификации бизнеса путем расширения своего газового сегмента и электроэнергетики. Корпоративное управление и информационная открытость компании находятся на высоком уровне. ЛУКОЙЛ ведет продуманную политику по долговому финансированию. Даже в условиях ограниченной финансовой поддержки со стороны государства компании вполне успешно удается привлекать недорогие кредиты и при этом держать долговую нагрузку на умеренном уровне. Акции компании высоколиквидны, что дает им дополнительное преимущество. Несмотря на кризис, ЛУКОЙЛ планирует выплатить дивиденды за 2008 год в соответствии со своей дивидендной политикой. Это говорит о том, что компания заботится об интересах миноритарных акционеров. Целевая цена на конец 2010 года - \$87,4.</p>	95%
<p><b>2. Газпром (PTC: GAZP)</b> - компания, которая реализует свой высокий потенциал преимущественно в долгосрочном периоде. С 2011 года Газпром начинает широкомасштабную экспансию на европейские рынки сбыта газа. В 2011 году запускается газопровод Северный Поток, который должен увеличить экспорт газа в Европу на 17% по сравнению с уровнем 2008 года. А до 2013 года мощность газопровода планируется удвоить. Также у Газпрома есть все шансы начать эксплуатацию газопровода Южный Поток, мощность которого составит 20% от текущего экспорта газа в Европу, к 2015 году и опередить конкурирующий проект Набукко. За шесть лет планируется разработать новые месторождения газа в таких перспективных регионах как Ямал и арктический шельф, добыча с которых к 2015 году будет составлять до 30% от общей, а к 2020 году - до 50%. Поддержка государства позволит Газпрому сохранить финансовую устойчивость во время кризиса, а монопольное положение на российском газовом рынке способствует более гибкому подходу к ведению бизнеса. Целевая цена на конец 2010 года - \$13,5.</p>	168%
<p><b>3. Сургутнефтегаз (PTC: SNGS)</b> - компания с самой высокой финансовой устойчивостью в российском нефтегазовом секторе. Кроме того, компания традиционно платит высокие дивиденды и находится среди лидеров по дивидендной доходности. Долговая нагрузка у Сургутнефтегаза отсутствует, а на балансе компании лежит более \$20 млрд. в виде финансовых вложений. Компания проводит крайне консервативную политику в отношении новых приобретений в то же время, направляя значительные инвестиции в органический рост производства. Более половины из указанных финансовых вложений приходится на краткосрочные банковские депозиты, что позволяет обеспечить компании достаточную денежную ликвидность даже в условиях кризиса без привлечения долгового финансирования. Крупнейшим проектом компании является разработка крупного Талаканского месторождения, которое обеспечит рост добычи нефти в ближайшие десять лет. Также компания планирует вдвое увеличить свои нефтеперерабатывающие мощности в ближайшие годы. На наш взгляд, у Сургутнефтегаза весьма хорошие перспективы по развитию производства, подкрепленные высокой финансовой стабильностью.</p>	-
<p><b>4. Роснефть (PTC: ROSN)</b> - компания-лидер по добыче и переработке нефти в России. В 2008 году прирост переработки нефти компанией превысил 20%, что является наивысшим показателем в отрасли. Именно переработка позволяет компании достигать рентабельности EBITDA порядка 25%, что превышает среднеотраслевой показатель в нефтедобыче. А по итогам первого квартала 2009 года компания выбилась в лидеры по этому показателю, который достиг отметки 28%. Во второй половине 2009 года компания планирует ввести в эксплуатацию свое крупнейшее Ванкорское месторождение, пиковая добыча с которого ожидается на уровне 20% от общей добычи компании. Кроме того, это месторождение должно стать объектом существенных налоговых льгот. Так как контрольный пакет акций Роснефти принадлежит государству, компания всегда может рассчитывать на финансовую поддержку в критической ситуации. А привлеченный в начале года кредит на \$15 млрд. от Китая должен помочь компании преодолеть кризис. Показатель долг/собственный капитал на конец 2008 года составил 59%, что является одним из самых высоких значений в отрасли, но при этом компания смогла снизить его с уровня 92%. Это говорит о том, что рентабельность компании позволяет ей успешно обслуживать свои долги. Справедливая цена Роснефти составляет - \$8,4.</p>	54%

## Металлургия и добыча

Компания	Потенциал роста
<p><b>1. Норильский Никель (ПТС: GMKN)</b> является крупнейшим в мире производителем никеля и палладия. Компания нацелена на усиление лидерских позиций в глобальном масштабе. Норникель имеет три основных направления реализации долгосрочной стратегии: эффективное использование ресурсов и минимизация операционных издержек, активная геологоразведка и разработка минеральных запасов мирового уровня, поддержание стабильного состояния окружающей среды в регионах ведения бизнеса. В условиях ослабленного рынка цветных металлов, компания имеет конкурентное преимущество в плане низкой себестоимости добычи. Даже при текущих ценах на основную продукцию компания функционирует выше точки безубыточности. Финансовая стабильность также не вызывает опасений. Справедливая стоимость акций НорНикеля - \$120.</p>	+29%
<p><b>3. Северсталь (ПТС: CHMF)</b> является диверсифицированным металлургическим холдингом с вертикальной интеграцией. Компания входит в число крупнейших производителей стали в мире (доля рынка - около 1,4%) с установленной мощностью 29,5 млн. тонн и объемом производства на уровне 20 млн. тонн по итогам 2008 года. Основным активом группы является производственная площадка в Череповце. Сырьевые потребности Череповецкого МК обеспечивают входящие в структуру группы Карельский Окатыш, Олкон, Воркутауголь. Мы считаем текущую рыночную оценку Северстали несправедливой и текущий 30%-ный дисконт к восстановительной стоимости - временным. Целевая цена на конец 2010 года - \$7,2.</p>	+36%
<p><b>4. Кузбассразрезуголь (ПТС: KZRU)</b> – крупнейшая в России компания по добыче энергетического угля (порядка 20% российской добычи). Запасы каменного угля на балансе компании составляют 2,3 миллионов тонн, хватит как минимум еще на 50 лет работы компании. Компания входит в структуру группы УГМК. Компания торгуется с 80% дисконтом к рыночным аналогам по производственным коэффициентам. Справедливая цена - \$0,33.</p>	+120%

## Электроэнергетика

Компания	Потенциал роста
<p><b>1. Холдинг МРСК (ПТС: MRKH).</b> Основными активами Холдинга МРСК являются пакеты акций межрегиональных распределительных сетевых компаний (МРСК) и распределительных сетевых компаний (РСК), принадлежавших до 1 июля 2008г. РАО "ЕЭС". Основным видом деятельности Холдинга МРСК является управление распределительным сетевым комплексом и определение его стратегии развития, что наиболее эффективно может быть осуществлено на уровне централизованной структуры. С учетом недооценки МРСК, акции Холдинга МРСК обладают существенным потенциалом роста, а после публикации первой отчетности по МСФО по итогам 2008г. у иностранных инвесторов может появиться интерес к акциям третьей по величине капитализации компании в российском электроэнергетическом сегменте с долей акций в свободном обращении, составляющей 47%. Основной недостаток акций Холдинга МРСК на данный момент - низкая ликвидность. Справедливая цена акций составляет - \$0,079.</p>	+54%

## Финансовый сектор

Компания	Потенциал роста
<p><b>1. Сбербанк (ПТС: SBER)</b> - лидер банковского сектора России (доля рынка в ключевых сегментах - от 20% до 50%), обладающий обширной филиальной сетью (более 20 тыс. отделений) и статусом наиболее надежного российского банка. В текущих условиях нестабильности мировых финансовых рынков и роста стоимости заимствований, важным фактором надежности банка является незначительная доля иностранного капитала в структуре фондирования (порядка 3%). Другой фактор инвестиционной привлекательности акций Сбербанка связан с его ключевой ролью в российском банковском секторе, низкими политическими рисками, поддержкой со стороны основного акционера - Банка России. Основные риски инвестирования, на наш взгляд, связаны с социальными функциями проводника ликвидности и потенциальным ухудшением качества кредитного портфеля. Целевая цена на конец 2010 года - \$2,22.</p>	+79%

## Потребительский сектор

Компания	Потенциал роста
<p><b>1. Вимм-Билль-Данн (PTC: WBDF)</b> - лидер российского рынка молочной продукции с долей рынка порядка 35%. Мы полагаем, что 2009 год будет сложным для компании и выразится в значительном замедлении продаж. Тем не менее, высокая финансовая устойчивость компании, увеличение рентабельности по итогам 1 квартала даже в условиях замедления продаж в основном сегменте, а также низкие показатели долговой нагрузки сети (чистый долг к EBITDA на уровне 1) делают ВБД одной из наиболее привлекательных компаний отрасли. Справедливая цена акций ВБД ПП составляет - \$40,2.</p>	25%
<p><b>2. Группа «Разгуляй» (PTC: GRAZ)</b> - вертикально-интегрированный многопрофильный холдинг АПК, специализирующийся на зерновом, сахарном, мукомольном и крупяном бизнесе. Несмотря на достаточно сложную ситуацию компании с высокой долговой нагрузкой и затруднение реструктуризации текущих долговых обязательств, мы сохраняем позитивный фундаментальный взгляд на Группу Разгуляй в долгосрочной перспективе. В качестве позитивного фактора отмечаем недавнее привлечение Разгуляем финансирования ВЭБ в объеме порядка 2,7 млрд. рублей. Справедливая стоимость акций Группы Разгуляй составляет - \$2,9.</p>	60%

## Телекоммуникации

Компания	Потенциал роста
<p><b>1. МТС (PTC: MTSS)</b> - лидер рынка сотовой связи России, и компания, которая не отягощена низкорентабельным (по меркам мобильной связи) проводным бизнесом. Региональная экспансия в дальнейшем зарубежье и на рынки СНГ позволит нарастить выручку, а упор, который делает оператор на дополнительные услуги, позволит нарастить удельный доход с абонента. Умеренный уровень долговой нагрузки не дает повода для сомнений в финансовой устойчивости компании. Целевая цена МТС на конец 2010 года - \$10,7.</p>	+125%
<p><b>2. Уралсвязьинформ - прив. (PTC: URSIP)</b>. Отличный промышленно развитый регион деятельности, сильные позиции по новым услугам связи и мощный сотовый бизнес позволяют надеяться на хороший рост компании. Между обыкновенными акциями и привилегированными мы, по традиции, склоняемся к префам, поскольку они менее волатильны и гарантируют неплохой уровень дивидендной доходности. Кредитный риск компании кажется нам адекватным потенциалу роста. Целевая цена привилегированных акций Уралсвязьинформа на конец 2010 года - \$0,023.</p>	+161%
<p><b>3. Дальсвязь - прив. (PTC: ESPKP)</b>. По нашим прогнозам, несмотря на не самое благоприятное расположение региона и проблемы с климатом, компания будет демонстрировать очень хорошую динамику финансовых показателей. Дальсвязь демонстрирует феноменальную 24%-ную долю доходов от новых услуг в своей консолидированной выручке, что дает основу для будущего роста бизнеса. По нашим оценкам, компания является одним из наиболее недооцененных операторов фиксированной связи. Целевая цена привилегированных акций Дальсвязи на конец 2010 года - \$2,26.</p>	+104%

## Машиностроение

Компания	Потенциал роста
<p><b>1. Соллерс (PTC: SVAV)</b> - одна из крупнейших автомобилестроительных компаний России. Среди всех российских автопроизводителей бизнес компании выглядит наиболее устойчивым в условиях мирового финансового кризиса, а финансовое положение - наименее уязвимо. Компания активно расширяет линейку продукции и планирует значительно увеличить собственную долю в сегменте коммерческих автомобилей. Недавнее повышение импортных пошлин на ввоз легковых автомобилей значительно увеличивает конкурентоспособность продукции Соллерс. Справедливая стоимость акций Соллерс составляет - \$12,0.</p>	+69%

## Химия

Компания	Потенциал роста
<p><b>1. Сильвинит прив. (PTC: silvp)</b> - является нашим фаворитом в секторе. Даже в условиях кризиса и падения объемов производства компания сохраняет высокий уровень рентабельности. Так, по итогам 1 квартала 2009 г. Сильвинит показал чистую рентабельность на уровне 44% (отчетность по РСБУ). В среднесрочной перспективе мы ожидаем объявления контрактных цен на поставки хлористого калия крупнейшим потребителям Индии и Китая, которым Сильвинит поставляет более половины своей продукции. Несмотря на то, что новые цены могут оказаться существенно ниже прошлогодних, сам по себе факт прояснения ситуации должен перевесить негатив от потенциального снижения цен. Согласно нашим оценкам, при любом реалистичном варианте снижения цен в индийских и китайских контрактах Сильвинит сохранит приемлемый уровень рентабельности. Наша целевая цена по привилегированным акциям Сильвинита составляет \$549 на конец 2010 г.</p>	+185%
<p><b>2. Акрон (PTC: AKRN)</b> - лидер в секторе комплексных и азотных удобрений. В результате финансового кризиса, спрос на рынке минеральных удобрений сместился в сегмент азотных и комплексных удобрений. Акрон выиграл от такого изменения в спросе, поскольку 50% выручки Акрона приходится именно на комплексные удобрения, а на азотные удобрения приходится 26% выручки. В результате, текущая загрузка мощностей Акрона близка к 100%. Наша целевая цена по акциям Акрона составляет \$32,8 на конец 2010 г.</p>	+43%

## Строительство

Компания	Потенциал роста
<p><b>1. Бамтоннельстрой - прив. (PTC: btstp).</b> Бамтоннельстрой участвует в реализации проектов по строительству автомобильных тоннелей, метрополитенов, инфраструктуры гидроэлектростанций, подземных коммуникаций. Однако основным бизнесом Бамтоннельстроя является строительство и реконструкция железнодорожных тоннелей. Ключевыми заказчиками компании являются Министерство Транспорта РФ и РЖД. У компании прочные рыночные позиции в Южном Федеральном Округе, Центральной и Восточной Сибири. Среди основных факторов инвестиционной привлекательности компании мы выделяем: статус основного партнера РЖД в сегменте строительства тоннелей, хорошие шансы на участие в строительстве олимпийской транспортной инфраструктуры, потенциальные заказы на строительство гидрогенерирующих мощностей. Мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на привилегированные акции Бамтоннельстроя, по которым в уставе предусмотрены дивидендные выплаты не менее 10% чистой прибыли и дисконт которых к обыкновенным находится на максимальных исторических значениях и составляет 85%. Текущая справедливая стоимость привилегированных акций Бамтоннельстроя составляет - \$840.</p>	+127%

## Газораспределение

Компания	Потенциал роста
<p><b>1. Нижегородоблгаз (PTC: nnog).</b> Несмотря на относительно небольшой дисконт текущих рыночных котировок к оценкам Росимущества (32% из расчета лучшей цены предложения), мы обращаем внимание на аномально низкие рыночные оценки компании. В настоящий момент, из расчета лучшей цены предложения, капитализация Нижегородоблгаза составляет \$42 млн., что лишь немного превышает чистые денежные средства на балансе компании на конец 1 кв. 2009 года (\$36 млн.). При этом только за 1-ый квартал 2009 компания получила \$15 млн. чистой прибыли. Текущая справедливая стоимость акций Нижегородоблгаза - \$4,0.</p>	+260%

## Отдел Классического Рынка

(доверительное и консультационное управление, операции в РТС и на внебиржевом рынке)

### Контакты

Для более оперативной связи Вы также можете задать вопрос Управляющим в [Trade Center](#). Кроме того, в этом разделе для Вас в режиме реального времени будут доступны сигналы одной из стратегий.

#### **Коновалов Василий**

Руководитель отдела

Портфельный менеджер

+7(495) 604-80-62,

+7(495) 796-93-88, доб.2744

[konovalov@finam.ru](mailto:konovalov@finam.ru)

#### **Голубев Артем**

Портфельный менеджер

+7(495) 796-93-88, доб.2745

[golubev@finam.ru](mailto:golubev@finam.ru)

#### **Зюриков Александр**

Портфельный менеджер

+7(495) 796-93-88, доб.2745

[zyurikov@finam.ru](mailto:zyurikov@finam.ru)

#### **Казиев Алан**

Портфельный менеджер

+7(495)796-93-88, доб.2743

[kaziev@finam.ru](mailto:kaziev@finam.ru)

#### **Спиридонов Денис**

Портфельный менеджер

+7(495) 796-93-88, доб.2742

[spiridonov\\_d@finam.ru](mailto:spiridonov_d@finam.ru)

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.



## Дополнительная информация

### Консультации и поддержка

В Москве  
**(495) 796-90-26**

По России  
**8+800-200-44-00**  
(бесплатно)

**SMS-заявка**  
Отправьте SMS со словом ФИНАМ на номер  
**1132**  
и наши консультанты перезвонят вам.  
(Стоимость SMS – 2,46 рубля)

### Обучение от крупнейшего брокера России

Уровень "Начинающий"-это оптимальное сочетание теоретического курса основы биржевого дела и практических занятий с использованием данных реального рынка. [Подробнее...](#)

Уровень «Профессионал» - подходит для трейдеров, желающих расширить свой арсенал методов работы на фондовом рынке. [Подробнее...](#)

### Поддержка профессиональных управляющих

У Вас есть возможность видеть, что именно покупают профессиональные трейдеры компании «Финам». Для этого не необходимо стать клиентом компании. [Подробнее...](#)

### Быстрое открытие брокерского счета



[Ознакомьтесь с условиями и открыть счет](#)

### Преимущества работы с нами

- Самая широкая [региональная сеть](#)
- Более [60 000 клиентов](#)
- Открытие счета от [10 000 рублей](#)
- [Лидер 2008 года](#) по оборотам ММВБ
- Все клиенты [получают бонусы](#)