

Россия-2014
Лови волну!



ё

Декабрь 2013

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

■ Ключевыми факторами, которые будут определять состояние мировой экономики и динамику рынков в 2014 г., являются следующие:

- неустойчивые темпы восстановления мировой экономики;
- опасность дальнейшего роста спросовых ограничений, что грозит дальнейшим замедлением инфляции и нарастанием рисков дефляции;
- неопределенность в отношении судьбы программы QE3;
- продолжающийся рост долгов, что в условиях вероятного роста ставок может привести к очередному кризису из-за неисполнения обязательств.

■ До момента начала сворачивания программы количественного смягчения ситуация на мировых рынках в 2014 г. вряд ли претерпит существенные изменения по сравнению с 2013 г. Сохранение мягкой кредитно-денежной политики мировых ЦБ продолжит провоцировать инвесторов к принятию рискованных решений. Однако в случае запуска программы выхода из QE3 ситуация на мировых финансовых рынках начнет ухудшаться в связи с повышенной волатильностью потоков капитала. Существуют большие риски того, что бегство инвесторов в качество, усиленное долговыми проблемами и слабостью мировой экономики, может принять к концу года массовый характер.

■ Российская экономика все более скатывается в депрессивное состояние. Основные ее показатели – самые низкие за последние пять лет вопреки высоким ценам нефти, слабеющему рублю и возросшим бюджетным расходам, и пока не просматриваются предпосылки к тому, чтобы переломить это тренд. Согласно нашему «инерционному» прогнозу, в 2014 г. ВВП может прирасти примерно на 0,8%, промышленное производство – на 0,5%, инвестиции окажутся на уровне 2013 г., а объем работ в строительстве может даже сократиться в пределах 2%. «Негативный» сценарий чувствительного ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры приводит к сокращению ВВП до 3%, промышленного производства – порядка 1,5%, инвестиций в основной капитал – до 4%, строительства – до 5,5%.

■ Российский рынок акций в 2014 г. обладает хорошей перспективой роста, базирующейся на благоприятном сочетании текущих цен на российские активы и потенциальных возможностей российской экономики. Экономическое оживление в промышленно развитых странах, которое, по оценкам, может продлиться до середины 2014 г., будет способствовать улучшению ценовой конъюнктуры на товарно-сырьевых рынках и росту базовых сырьевых секторов российской экономики. Активная политика по улучшению инвестиционного имиджа России, проводимая в последнее время российской властью, также будет способствовать росту инвестиционного спроса на российские акции. В качестве целевых ориентиров роста в 2014 г. для индекса РТС мы рассматриваем диапазон 1700-1760 п., для индекса ММВБ – 1725-1750 п.

■ Инвестиционные решения в 2014 г. целесообразно дифференцировать с учетом вероятной смены инвестиционного ландшафта в течение года. В первом полугодии наибольший интерес могут представлять вложения в акции, чувствительные к колебаниям экономической конъюнктуры (сырьевые секторы, банковский сектор). В случае резкого обострения негативных тенденций на внешних рынках во второй половине года актуальными станут вложения в защитные инструменты (игра от продажи высоколиквидных акций, фьючерсы и опционы) и секторы (потребительский, телекоммуникационный).

■ Главным источником инвестиционных рисков для российского рынка акций остается узкая сырьевая специализация экономики и, как следствие, ее сильная зависимость от внешней конъюнктуры. Внутри страны наибольшую опасность для инвесторов представляют усиливающийся дефицит бюджета, отток капитала, рост конкуренции со стороны импорта в результате вступления в ВТО и последствия хронического недоинвестирования российской промышленности.

СОДЕРЖАНИЕ

■ ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ	2
■ МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА И РЫНКИ	4
■ РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА	11
■ РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ В 2014 ГОДУ	14
■ ОТРАСЛЕВЫЕ ПРОГНОЗЫ	22
■ Нефть и газ	22
■ Metallургия	25
■ Банки	27
■ Электроэнергетика	30
■ Телекоммуникации, IT-сектор, медиа и Интернет	33
■ Потребительский сектор	36
■ Химия и нефтехимия	38
■ Транспорт	40
■ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ–2014	42
■ BEST BET	43

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА И РЫНКИ

■ Итоги 2013 года

Главной неожиданностью 2013 г. стали низкие темпы восстановления мировой экономики вследствие сохраняющегося слабого платежеспособного спроса и роста долговой нагрузки. Экономика США и вся мировая экономика в целом продолжают пребывать в состоянии посткризисной умеренной депрессии. Это вынудило мировые центробанки к экстраординарным мерам стимулирования. В итоге мировую финансовую систему удалось удержать от коллапса за счет сверхагрессивной политики мировых банков, но это привело к наращиванию новых долгов. Общий долг развитых и развивающихся рынков по отношению к ВВП на 20 п.п. выше, чем был в 2007 г., а долг большинства развитых стран уже превысил 100% от ВВП.

Идея количественного смягчения ФРС строилась на том, чтобы обеспечить домохозяйства дешевыми кредитами и тем самым запустить механизм покупок на рынке недвижимости и в потребительском секторе. Однако в обход кредитования реального сектора дешевая ликвидность застряла в банках в виде бездействующих избыточных резервов и депозитов ФРС, а какая-то часть этих средств неизбежно просачивается на рынок финансовых спекуляций, провоцируя новый бум в ряде активов. В результате сверхмягкой денежной политики резко повысилась возможность манипуляций их стоимостью, и возросли угрозы надувания спекулятивных пузырей.

Низкая стоимость фондирования обусловила повышенный спрос на консервативные инструменты с низкой доходностью, что обернулось в начале перегревом, а потом коллапсом рынков золота (также и серебра) и трейдери. Американский рынок акций остался наиболее притягательным для внешних инвестиций и стал рекордсменом года, несмотря на неурегулированные собственные бюджетно-долговые проблемы. Привлечение мобильных капиталов со всего мира привело также к существенному укреплению американского доллара в первой половине года, чему в немалой степени способствовал кипрский банковский кризис.

В итоге антикризисная политика не достигла в полной мере намеченных целей, а результативность программ количественного смягчения по всему миру вызывает все больше сомнений. Низкие ставки и дешевые деньги позволили выиграть время, но не смогли разрешить принципиальных противоречий, послуживших источником кризиса 2008 г., что не исключает вероятности повторения второй волны кризиса.



Потребительское доверие остается ниже докризисного уровня



Восстановление сектора недвижимости в США приостановилось. Количество закладок строительства новых домов остается на критически низком уровне

■ Сценарии 2014 года. Мировая экономика

Экономическое оживление в промышленно развитых странах может продлиться, по меньшей мере, до середины 2014 г. Прирост мирового ВВП в 2013 г. окажется на уровне 2,5-3%. Большинство экспертов высказываются в пользу небольшого повышения темпов роста мирового ВВП в период 2014-2015 гг. При этом совокупные темпы роста развитых экономик по-прежнему остаются ниже долгосрочных трендов, но могут ускориться до 1,1-1,8% по сравнению с 2013 г. (0,9%), а совокупный рост развивающихся экономик превысит 5% (4,8% в 2013 г.).

Оживление в мировой экономике, наметившееся в последние кварталы, может быть обусловлено не столько результатом стимулирующих мер, сколько чисто конъюнктурными колебаниями экономической активности. В рамках текущего инвестиционно-конъюнктурного цикла мировая экономика в настоящее время проходит восходящую стадию (начало цикла пришлось на середину 2012 г.). Поскольку средняя продолжительность конъюнктурно-инвестиционных циклов составляет 3-4 года, завершение текущего цикла следует ожидать ориентировочно на рубеже 2015-2016 гг. Соответственно, пик цикла может быть достигнут примерно в середине следующего года, после чего мировая конъюнктура пойдет на спад. Таким образом, начиная со второй половины 2014 г. и до конца 2015 г., мировая экономика рискует столкнуться с очередными ограничениями чисто конъюнктурного характера.

США

Американский ВВП в 2013 г. вырастет на 1,6%. Властям удалось удержать экономику от рецессии благодаря мягкой кредитно-денежной политике ФРС и значительным государственным расходам, которые компенсировали выпадающий платежеспособный спрос населения. Ожидается, что в 2014 г. сокращение дефицита бюджета в США замедлится, что улучшает перспективы роста в США особенно в начале года. По прогнозам, темп роста американской экономики в 2014 г. может ускориться до 2,5%. Основные риски связаны с неурегулированностью национального бюджета и политическим противостоянием вокруг повышения потолка государственного долга.

Существуют также большие сомнения в объективности американской экономической статистики и виртуальном характере ее роста, который плохо сочетается с данными о неудовлетворительном состоянии потребительского сектора и недвижимости. Дефлятор базового индекса личных потребительских расходов демонстрирует устойчивую нисходящую динамику с конца 2011 г., что также расходится с утверждением об оживлении роста в американской экономике.



Европа

Европейская экономика достигла поворотной точки. Еврокомиссия ожидает, что по итогам текущего года экономика еврозоны сократится на 0,4%, но в 2014 г. темп роста ускорится до 1,1%. Однако эти надежды могут не оправдаться на фоне усиливающихся дефляционных рисков. Затягивание поясов не прошло бесследно для европейской экономики, которая продолжает испытывать сильнейшие рецессионные последствия от проводимой политики фискальной консолидации. Наряду с дефляцией в еврозоне складывается неудовлетворительная ситуация в кредитной сфере: объемы кредитования частного сектора продолжают снижаться. Не лучше обстоят дела и в сфере занятости: безработица в еврозоне остается высокой (12,2%). Не исключено, что в условиях возросших дефляционных рисков ЕЦБ будет вынужден пойти на экстренные дополнительные меры по смягчению кредитно-денежной политики, например, через запуск второй программы долгосрочного рефинансирования европейских банков (LTRO).

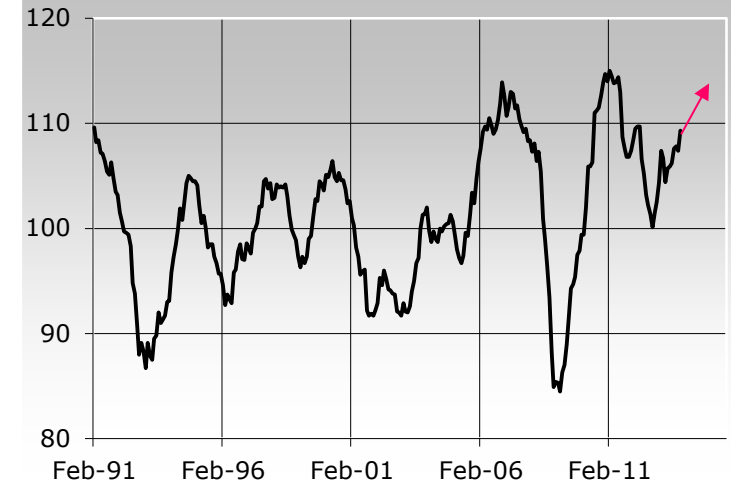
Япония

В 2013 г. Япония отказалась от бездумной фискальной консолидации и начала предпринимать меры, стимулирующие внутренний рост, и японская экономика сумела показать впечатляющие результаты. Если стимулы пойдут на убыль, а правительство согласится на повышение налогов, то в 2014 г. рост может замедлиться с 1,8 до 1,5%. Решающим фактором может оказаться инфляционная обстановка, которая пока остается относительно комфортной для того, чтобы продолжать стимулирующую политику.

Китай

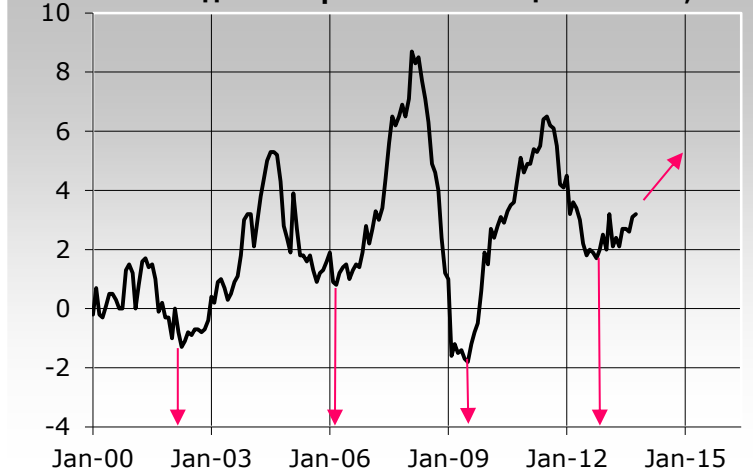
Китайская экономика находится в переходном состоянии от инвестиционной модели к модели, опирающейся на потребление, неизбежным следствием чего является замедление темпов экономического роста. Пленум ЦК КПК принял долгосрочный план всестороннего углубления реформ за счет ослабления прежних ограничений и опережающего развития сферы услуг. Китайские власти намерены стабилизировать экономический рост, что является вынужденной мерой, направленной на ограничение роста кредитования и охлаждение рынка недвижимости. С другой стороны, для того, чтобы гарантировать городскую безработицу на уровне 4%, минимальный рост китайской экономики должен составлять не ниже 7,2%. Основные риски связаны с ростом корпоративной задолженности китайских предприятий. Объемы кредитования в Китае после кризиса выросли на 75% от ВВП. По оценке Standard&Poor's, к концу 2014 г. долг нефинансовых компаний Китая составит \$13,8 трлн. Возможности для маневра у китайских властей сужаются. В случае, если темп роста китайской экономики упадет ниже 7%, это станет серьезным ударом для сырьевых рынков и рынка энергоносителей и похоронит надежды на восстановление глобального спроса в мировой экономике.

Индекс делового доверия Ifo



Экономика Германии прошла нижнюю циклическую точку в октябре 2012 г.

Индекс потребительских цен в Китае, %



Средняя продолжительность инфляционных волн 3,5 года. Пик очередной инфляционной волны может быть достигнут во второй половине 2014 г.

Финансовые рынки

До момента начала сворачивания программы количественного смягчения ситуация на мировых рынках в 2014 г. вряд ли претерпит существенные изменения по сравнению с 2013 г. Сохранение мягкой кредитно-денежной политики мировых ЦБ продолжит провоцировать инвесторов к принятию рискованных решений. Однако в случае запуска программы выхода из QEЗ ситуация начнет ухудшаться в связи с повышенной волатильностью потоков капитала. Существуют большие риски того, что бегство инвесторов в качество, усиленное долговыми проблемами и слабостью мировой экономики, может принять к концу года массовый характер. В результате в течение года возможны значительные колебания как валютных курсов, так и ключевых показателей состояния мировой экономики: цены нефти и золота.

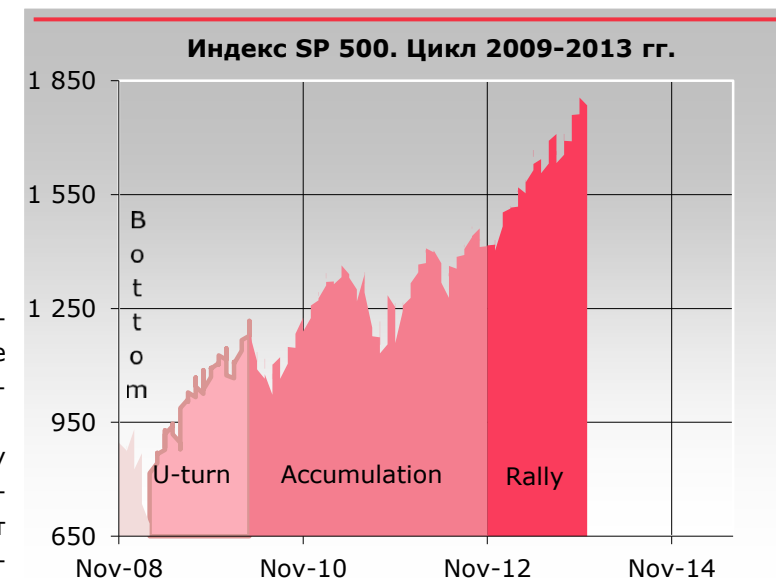
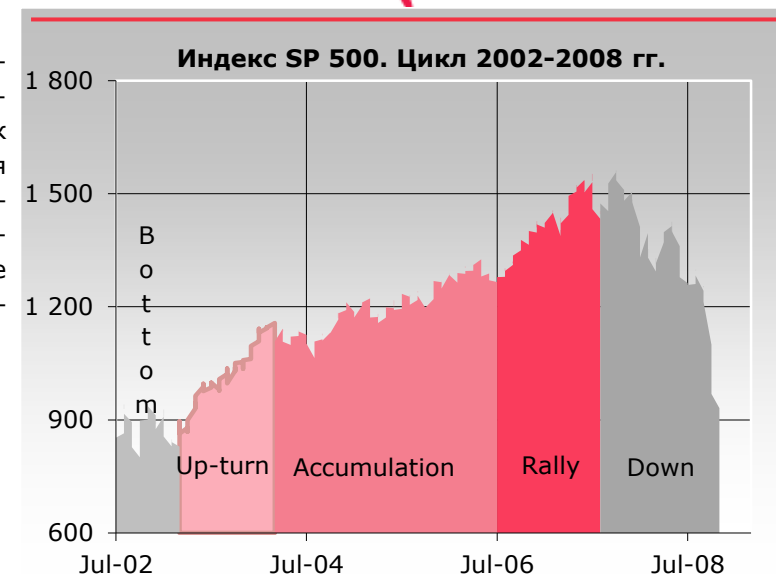
Прогноз на 2014 г.

	<i>Target</i>	<i>Upside</i>
Индекс SP500, США	1930	+9%
Индекс Euro STOXX 600	330	+6,5%
Индекс Nikkei, Япония	17750	+16%
MSCI-EM	1110	+12%
MSCI-Азия	155	+12%
CSI300	2850	+20%
Индекс доллара, DAX	88	
Пара иена/доллар	115	
Пара евро/доллар	1,13-1,35	
Золото \$/oz	1350-1550	
Нефть \$/bbl	87-115	

Индекс SP500

Текущий коэффициент цена/прибыль для индекса SP500 составляет 17х, что является максимальным значением с мая 2010 г. При благоприятных условиях (сохранение QEЗ, разрешение бюджетно-долговых проблем в США) мы не исключаем продолжения роста индекса SP500 и достижения в 2014 г. новых максимумов в диапазоне 1800-1930 п.

Однако мы считаем, что фундаментальная оценка индекса SP500 приближается к своему насыщению. В ближайшие месяцы на графике индекса SP500 высока вероятность формирования разворотной фигуры по аналогии с событиями на рубеже 2007-2008 гг., что будет означать завершение стадии ускоренного роста (ралли 2013 г.). Прогноз на вторую половину 2014 г. для индекса SP500 негативный в связи с высокой вероятностью развития нисходящей циклической фазы.



Золото

Смена инфляционного сценария развития мировой экономики на дефляционный, наметившаяся в первой половине 2013 г., вызвала резкий отток средств с рынка золота, что привело к значительному падению цен драгоценных металлов. Тем не менее, мы считаем, что данная коррекция является временным явлением. Фундаментальный спрос на золото сохраняется. В случае бегства инвесторов в качество золото станет первым кандидатом на роль защитного актива. Кроме того, золото остается единственной альтернативой для диверсификации центральными банками своих золотовалютных резервов. В последние годы центральные банки разных стран являются главными скупщиками золота. При этом многие центробанки озабочены возвращением золота в национальные хранилища. На рынке металлического золота все острее ощущается его дефицит, о чем свидетельствуют факты отказа некоторых фондов поставлять золото и увеличивающийся разрыв между бумажным рынком золота и биржевыми запасам физического металла. Усиливается перевод золота из банковских в частные хранилища.

Среди других потенциальных факторов роста цены золота в 2014 г. следует также отметить ожидаемое законодательное повышение лимита госдолга США. Кроме того, источником покупок золота может стать техническое закрытие коротких позиций в случае появления признаков оживления роста и ускорения инфляционных процессов в мировой экономике.

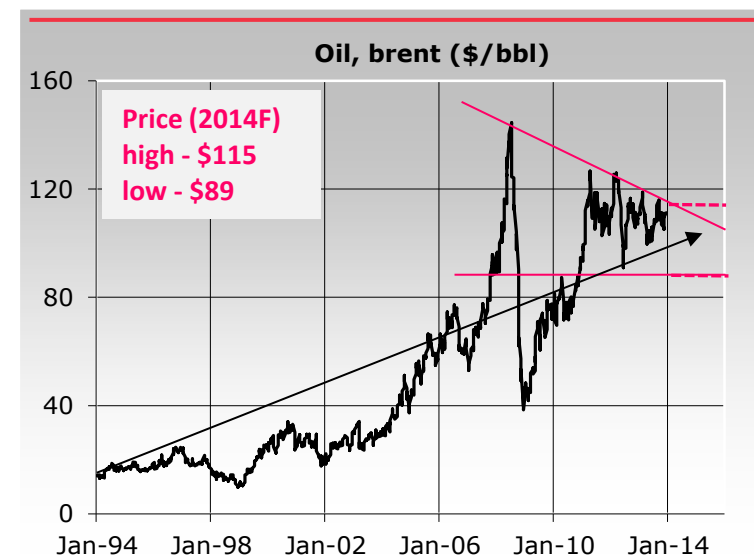
Нефть

В 2014 г. определяющее влияние на рынке нефти и газа будет оказывать состояние мировой экономики и дисбалансы, возникшие в мировых энергопотоках в связи с разработкой сланцевых пород. Распечатав свои месторождения и сократив зависимость от иностранной нефти, США сейчас крайне заинтересованы в поддержании собственных производителей за счет низких внутренних цен на топливо и бензин. Избыточное предложение сохраняется и на европейском рынке энергоносителей. В течение двух лет в Европе запланировано закрытие нефтеперерабатывающих мощностей объемом 0,5-0,7 млн. барр. в день с целью сбалансирования рынка. Еще одним фактором давления на мировые нефтяные цены может стать отмена эмбарго на поставки иранской нефти.

Ключевым фактором роста нефтяных цен остается рост мирового потребления, которое в 2014 г увеличится примерно на 1%, причем основной прирост будет обеспечен за счет стран АТР и, в первую очередь, Китая. Китай приблизился к пику добычи угля, что заставляет искать адекватную замену за счет наращивания импорта других энергоносителей.

Потенциальным источником нестабильности цен на нефтяном рынке является его привязанность к доллару США, и до тех пор, пока не будет разрешен кризис государственного долга США, ситуация с ценами на нефть будет оставаться нестабильной.

Согласно нашему прогнозу, возможный диапазон колебаний цены нефти (brent) в 2014 г. составит \$87-115, а среднегодовое значение – \$108.



■ Риски

Макроэкономические риски

Мировая экономика остается в нисходящая волне кондратьевского цикла. Экономический рост сдерживается высокой безработицей, низкими потребительскими расходами и растущими долгами. Выход экономики на восходящую траекторию задерживается, поскольку капитал пока не отыскал дорогу к новому технологическому укладу. Скорее всего, мировую экономику ждет продолжительный переходный период. Новая длинная волна экономического роста обозначится лишь после завершения структурной перестройки экономики ведущих стран, а этот процесс может растянуться на десятилетие.

Геополитические риски

Правительства и центральные банки перепробовали все традиционные механизмы стимулирования экономической активности. Последним вариантом выхода из финансово-экономического тупика остается милитаризация экономики и провоцирование локальных войн и вооруженных конфликтов. В 2013 г. мировое сообщество сумело в последний момент удержаться от эскалации сирийского конфликта. Однако геополитическое напряжение на ближнем и среднем востоке сохраняется, к старым тлеющим конфликтам могут добавиться новые, учитывая намеченный на 2014 г. вывод войск США из Афганистана.

Инфляционные риски

Потенциальную угрозу несет отложенная инфляция. Большие инфляционные волны в мировой экономике возникают с цикличностью 30-35 лет. Последний всплеск пришелся на 1980-е гг. с высокими учетными ставками и доходностью долговых бумаг. В ближайшие годы большая инфляционная волна может снова напомнить о себе. Сверхмягкая политика мировых центробанков рано или поздно обернется инфляцией. Пока же значительная часть новых денег, вброшенных в посткризисный период, находится не в экономике, а у банков в виде избыточных триллионных резервов и депозитов в ЦБ. Вопрос состоит в том, когда эти деньги начнут поступать в экономику. Перспектива повышения ставок заставит банкиров поторопиться. И как только деньги пойдут в экономику, инфляция начнет ускоряться.

Долговые риски

Большинство антикризисных мер свелось к переносу расходов в неопределенно далекое будущее, т.е. к созданию новых долгов. По данным Банка международных расчетов, общемировой долг уже составляет около \$230 трлн.

Многokратно показано, что экономический рост в стране замедляется, как только отношение долга к ВВП становится выше 80%. Поэтому надежды на то, что экономический рост поможет погасить долги, не оправданы. Более того, проблема обслуживания непомерно высоких национальных долгов неизбежно обострится, как только развернутся вверх ставки и начнет расти стоимость кредитных ресурсов.

Последствия ужесточения политики ФРС

Долговой рынок

Рост доходности на американском долговом рынке спровоцирует переоценку рисков во всем мире, что повлечет за собой неминуемое повышение стоимости обслуживания долгов, причем в общемировом масштабе. Для многих проблемных стран-должников эта ноша может оказаться непосильной.

Рынок акций

В зоне риска может оказаться рынок акций США, который за время действия QE3 показал рекордный рост. Долгожданная фиксация прибыли на рынке акций в условиях значительного присутствия «горячих» спекулятивных денег создает предпосылки для глубокой коррекции. Тем не менее, мы считаем, что ужесточение политики ФРС вовсе не означает автоматического разворота бычьего тренда вниз. Например, в предыдущие годы рост американских акций продолжался по инерции и после начала цикла повышения ставки (1999 и 2004 гг.).

Развивающиеся рынки

Сворачивание QE3 и повышение ставок в США может больше всего ударить по развивающимся рынкам с сырьевой направленностью и, особенно, по тем странам, где в последние годы отмечался рост кредитования и укрепление национальных валют. Вероятное укрепление доллара после отмены QE3 негативно отразится на долларовых сырьевых ценах и курсах сырьевых валют. Полагаем, что указанные риски могут значительно усилиться во второй половине следующего года. Существует большая опасность того, что значительная долларовая ликвидность, наводнившая в свое время рынки Азии и Латинской Америки, станет возвращаться назад в авральном режиме.

США

Долговые проблемы США стали в последние годы для всего мира источником постоянного напряжения из-за угрозы дефолта. Неспособность американского истеблишмента к конструктивному и ответственному диалогу, наглядно продемонстрированная в 2013 г., существенно подорвали доверие инвесторов к США. В 2013 г. власти пошли на беспрецедентный шаг, согласившись на временное снятие ограничений на объем государственных заимствований. В начале 2014 г. предстоит второй раунд переговоров о принятии бюджета и повышении потолка госдолга, исход которых пока не ясен. Дополнительную интригу в это противостояние вносят промежуточные выборы осенью в США, что обещает горячее предвыборное лето.

Приток иностранного капитала на американский долговой рынок в 2013 г. затормозился и в ноябре стал практически нулевым. В 2013 г. среди наиболее активных продавцов американских долговых обязательств были замечены страны Юго-Восточной Азии, ОПЕК, и Россия. Доверие к США как заемщику падает. При сохранении указанной тенденции США могут столкнуться в ближайшие месяцы с чистым оттоком иностранных вложений в американские ценные бумаги. Если США не смогут обеспечить приток средств на рынок своих долговых обязательств, это вызовет рост доходности и приведет к росту стоимости обслуживания госдолга, что обратит ввергнет экономику в рецессию.

Европа

В январе 2015 г. истекает срок трехлетних кредитов ЕЦБ, выданных европейским банкам в рамках программы LTRO на общую сумму 1 трлн. евро. Несмотря на то, что часть из этих кредитов уже погашена (330 млрд.), тем не менее, к началу 2015 г. в европейской банковской системе может возникнуть острая ситуация, связанная с необходимостью возврата оставшейся задолженности. Это может стать еще одним фактором давления на европейскую валюту в конце 2014 г.

В начале 2013 г. в качестве превентивной меры европейцы договорились о 4-кратном увеличении постоянного антикризисного фонда ESM до 2 трлн. евро. Суммарный объем погашений европейскими странами своих государственных обязательств в 2014 г. составит свыше 1,3 трлн. евро, причем наибольшая долговая нагрузка ложится на вторую и третью по величине экономики еврозоны – Италию и Францию. В ноябре 2013 г. ЕЦБ начал проводить стресс-тестирование 128 европейских банков, причем помимо сотрудников ЕЦБ для этой работы будут специально приглашены около 800 экспертов, в том числе из национальных надзорных органов. ЕЦБ подведет итоги анализа в октябре 2014 г., перед тем, как принять на себя новые надзорные функции. В случае, если у какого-либо банка будет обнаружен дефицит капитала, он должен будет его компенсировать. Проверка направлена на повышение прозрачности финансового состояния банков и уровня доверия частного сектора к банковской системе ЕС, однако в случае выявления проблем в крупных системообразующих банках, реакция рынков может быть крайне негативной.



Табл. Объемы погашения долгов 2014 г.

<i>Млрд евро</i>	Долг	Проценты	Всего
Италия	319,24	57,63	376,87
Франция	266,01	44,17	310,19
Германия	191,00	28,46	219,46
Испания	167,62	30,69	198,31
Нидерланды	50,41	9,24	59,65
Бельгия	44,30	12,05	56,35
Австрия	28,24	7,61	35,85
Португалия	31,57	4,22	35,79
Греция	28,52	2,72	31,24
Финляндия	10,84	2,35	13,19
Ирландия	6,87	5,05	11,92
Словакия	4,31	1,26	5,57
Итого			1354,38

РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

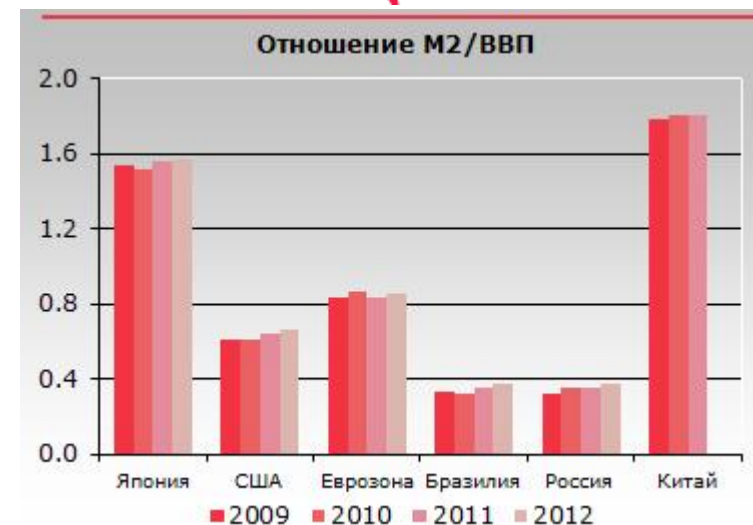
■ Итоги 2013 года

Экспортно-сырьевая модель развития российской экономики окончательно исчерпала свои возможности: темпы роста отечественной экономики к концу 2013 г. упали до 1,3%, восстановительный рост после драматичных 2008-2009 гг. закончился и начался структурный кризис, когда ни высокие цены на нефть, ни спокойное восстановление мировой экономики, ни слабеющая национальная валюта не стимулируют сколь-нибудь заметную интенсификацию выпуска товаров и услуг. Российский бюджет лишился источника дополнительных доходов вследствие торможения внутренней деловой активности. Помимо снижения внешнеторгового спроса на продукцию российского топливно-сырьевого экспорта основными факторами замедления роста стали также следующие:

- проводимая политика финансовой стабилизации и стерилизации экспортных доходов (фактически, демонетизация экономики);
- хроническое недоинвестирование реального сектора, инфраструктуры и социального сектора в условиях оттока капиталов и сурового делового климата;
- рост конкуренции на внутреннем рынке со стороны импортных товаров в результате вступления России в ВТО.

Среднегодовая стоимость нефти сорта Urals вот уже третий год подряд практически не меняется: \$109,6 в 2011 г., \$110,8 в 2012 г. и, по нашей оценке, \$109 в текущем, что на фоне разрастающихся социальных обязательств последнего выборного цикла, а также требований полного исполнения майских указов президента сжимает финансовую базу для их исполнения. Так, например, за январь-сентябрь 2013 г. профицит консолидированного бюджета составил 913,3 млрд. руб., тогда как в 2012 г. он был 1,6 трлн. руб., а в 2011 г. – 2,4 трлн. руб. Истощение государственных финансов уже привело к тому, что взносы, направляемые на формирование индивидуальных пенсионных резервов за 2014 г. будут изъяты и переданы в Пенсионный фонд для финансирования текущих пенсионных выплат.

Инвестиции в основной капитал вряд ли в текущем году превысят прошлогодние уровни – скорее сократятся (-1%), аналогично и объем работ в строительстве (-1,7%). Отток капитала в текущем году, по оценкам, министерства экономического развития (\$57 млрд.) и Банка России (\$56 млрд.) окажется в целом на уровне прошлого года (\$56,8 млрд.), также как и пессимизм предприятий реального сектора относительно инвестиционных перспектив. Так, по данным опросов, проводимых Российским экономическим барометром, за последние 2,5 года доля предприятий, не планирующих закупать новое оборудование,



превышает долю тех, кто собирается это делать примерно на 35 п.п. и находится на уровне начала 2000-х гг., когда инвестиции в основной капитал росли однозначными темпами.

Предпринимательский пессимизм также находит отражение в сокращении загрузки как производственных мощностей, так и наличной рабочей силы, показавших максимум в середине 2012 г. Сюда же примыкает обозначившаяся тенденция к снижению общей численности занятых и увеличению численности безработных при неоднократно отмечавшемся дефиците трудовых ресурсов в отечественной экономике, в особенности квалифицированных рабочих кадров. В результате в январе текущего года впервые с ноября 2008 г. производительность труда в базовых видах экономической деятельности (сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство; добыча полезных ископаемых; обрабатывающие производства; производство и распределение электроэнергии, газа и воды; строительство; оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования; транспорт и связь) снизилась по сравнению с аналогичным месяцем 2012 г. Впоследствии этот показатель вернулся к росту, однако уже во всех месяцах третьего квартала вновь стал сокращаться – и это на фоне ускорившегося высвобождения работников, что означает еще более быстрое уменьшение выпуска. В 4 кв. ситуацию может исправить сезонное повышение выпуска в производстве и распределении электроэнергии, газа и воды, а в целом за 2013 г. производительность труда может вырасти на 1,6% (против 2,7% годом ранее).

■ Перспективы 2014 года

Предстоящий год в отсутствие явно просматриваемых факторов роста вряд ли станет прорывным в какую-либо сторону – скорее отечественную экономику ожидает аналогичная 2013 г. вялая динамика всех хозяйственных сфер с постепенным и точечным нарастанием финансово-экономической и социальной напряженности. Проведенный нами прогнозный расчет рассматривает в качестве наиболее вероятного «инерционный» сценарий макроэкономической динамики: с сохранением или небольшим ростом среднегодовой цены нефти, умеренной инфляцией в 6%, «цепляющимся» за прошлогодний уровень промышленным выпуском (+0,5% к 2013 г.). По-видимому, основным внутренним фактором (в отсутствие госинвестиций в связи с завершением подготовки к олимпиаде и сворачиванием инвестиционных программ ведущих отечественных компаний) может выступить оборот розничной торговли, который, по нашим оценкам, снизится от уровня текущего года на 0,4 п.п. до 3,4%. Основой для него останется пусть и замедлившее темп потребительское кредитование, чья актуальность только возрастет в связи с замораживанием роста расходов на оплату труда в ряде отраслей бюджетной сферы в 2014 г.

В итоге, ВВП в будущем году может прирасти примерно на 0,8%, промышленное производство – на 0,5%, инвестиции окажутся на уровне 2013 г., а объем работ в строительстве может даже сократиться в пределах 2%.

Индекс промышленного оптимизма, ИЭП



Производительность труда в базовых видах деятельности, индекс к аналогичному месяцу предыдущего года



Рисками данного сценария выступают следующие факторы:

- сворачивание программ монетарного стимулирования в ведущих мировых экономиках и связанное с этим их замедление или даже сокращение;
- снижение мировых цен на нефть и сырье из-за ухудшения общей конъюнктуры, а также сохраняющегося избытка как готовой сырьевой продукции, так и мощностей по ее производству во всем мире;
- замедление инфляции или развитие дефляционных процессов, ведущих в совокупности к обострению долговых проблем по всему миру как в частном, так и в государственном секторах.

Для отечественной экономики это будет означать переход к спаду по аналогии с 2008 г., однако, в менее драматичных масштабах для производства и с большими рисками для банковского сектора из-за возросшего в последние годы уровня потребительского кредитования.

Подобный «негативный» сценарий, предполагающий снижение среднегодовой цены нефти до 20% от уровня 2013 г., приводит к сокращению ВВП до 3%, промышленного производства – порядка 1,5%, инвестиций в основной капитал – до 4%, строительства – до 5,5% при ускорении инфляции до 7,5% (и, возможно, более) и снижению производительности труда на 0,3% в годовом исчислении.

Показатель, % к предыдущему году	2013 (о)	2014 (п)
ВВП	1.4%	0.8% -3.0%
Промышленное производство	0.8%	0.5% -1.5%
Инвестиции в основной капитал	-1.0%	0.0% -4.0%
Строительство	-1.7%	-2.0% -5.5%
Оборот розничной торговли	3.8%	3.4% 2.5%
ИПЦ	6.6%	6.0% 7.5%
Численность занятых	-0.2%	-0.6% -2.7%
Нефть Urals, USD/барр.	\$109	\$115 \$85

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ В 2014 ГОДУ

■ Общий прогноз

Мы не ждем кардинального перелома негативных тенденций в мировой экономике, хотя допускаем вероятность непродолжительного улучшения внешней конъюнктуры в рамках текущего конъюнктурно-инвестиционного цикла 2012-2015 гг.

Общее состояние российской экономики в 2014 г. будет также балансировать между стагнацией и рецессией. Продолжится инерционное падение основных показателей производственной и кредитно-инвестиционной активности, усугубляя негативные тенденции предшествующих лет. При этом возможны отдельные благоприятные всплески экономической конъюнктуры циклической природы, особенно, в первом полугодии. Баланс рисков во втором полугодии 2014 г. в российской экономике может склониться в негативную сторону, в том числе из-за потрясений на внешних рынках или резкого падения нефтяных цен. Мы не исключаем вероятности возникновения очередного системного банковского кризиса в мировой финансовой системе на фоне обострения проблем с обслуживанием плохих долгов. Экономический прорыв возможен только при условии кардинальных политических решений на уровне высшего руководства страны. Однако этот вариант мы не рассматриваем в силу его слабой предсказуемости.

Привязанность российского рынка акций к внешним финансовым рынкам останется определяющим фактором в поведении российского фондового рынка и в 2014 г., благодаря чему, негативное влияние внутренних условий на наш рынок может оказаться частично нивелированным в случае сохранения интереса инвесторов к риску на внешних рынках. Полагаем, что в зависимости от скорости сворачивания программы QE3 значение этого фактора сможет оставаться актуальным, особенно, в первой половине года.

Таким образом, инвестиционные решения в 2014 г. целесообразно дифференцировать с учетом вероятной смены инвестиционного ландшафта в течение года. В первом полугодии наибольший интерес могут представлять вложения в акции, чувствительные к колебаниям экономической конъюнктуры (сырьевые секторы, банковский сектор). В случае резкого обострения негативных тенденций на внешних рынках во второй половине года актуальными станут вложения в защитные инструменты (игра от продажи высоколиквидных акций, фьючерсы и опционы) и секторы (потребительский, телекоммуникационный). Частью защитных стратегий следует также рассматривать диверсифицированные вложения в защитные валюты и золото.

■ Прогноз целевых уровней биржевых индексов на 2014 год

Индекс ММВБ		
	Мин.	Макс.
Торговый диапазон	1250	1725-1750
Upside (макс.), %	-	20,5
Last (13 дек. 2013)	1452,76	

Индекс РТС		
	Мин.	Макс.
Торговый диапазон	1200	1700-1760
Upside (макс.), %	-	26,5
Last (13 дек. 2013)	1391,85	

Индекс MSCI-Ru		
	Мин.	Макс.
Торговый диапазон	620-660	915-950
Upside (макс.), %	-	25,3
Last (13 дек. 2013)	758,08	

Нефтегазовый сектор: Российская нефтегазовая отрасль переживает период масштабных инвестиций в освоении арктического шельфа и развитие азиатского направления экспорта энергоносителей. Вложения в этот сектор сейчас являются одними из наиболее перспективных.

Металлургический сектор: Акции отечественных компаний в большой вероятностью будут находиться под давлением повышающихся издержек, избыточного предложения металла и вялого потребительского спроса, однако, мы не исключаем их роста на улучшении мировой макроэкономической и сырьевой конъюнктуры.

Банковский сектор: Мы ожидаем увеличения волатильности в акциях банковского сектора на фоне сворачивания программы QE3 в США, а также активизации действий ЦБ РФ, направленных на оздоровление банковской отрасли.

Электроэнергетика: Для инвестиций, рассчитанных на срок до 3-5 лет, наибольший интерес могут представить вложения в российскую электроэнергетику, в особенности в акции системообразующих компаний, выступающих центрами консолидации энергетических активов. Основной аргумент в пользу этих вложений именно сейчас – сильнейший дисконт (на уровне минимумов 2008-2009 гг.), с которым торгуются энергоактивы по отношению к их фундаментальной стоимости.

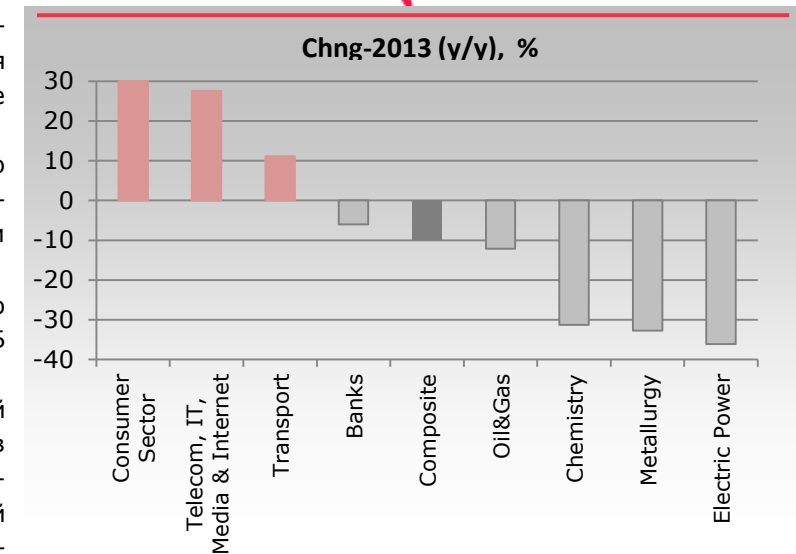
ТМТ сектор: В 2014 г. инвестиции в российский ТМТ-сектор будут сопряжены с рисками повышенной волатильности, обусловленными «переделом» отечественного телекоммуникационного сектора и слабой экономической ситуацией в стране, негативно отражающейся на положении технологических компаний.

Потребительский сектор: Мы полагаем, что в 2014 г. даже несмотря на слабое восстановление макроэкономических показателей, в ситуации повышенной волатильности на фондовых площадках или в случае негативного сценария их развития акции компаний потребительского сектора сохранят свою инвестиционную привлекательность в качестве защитных бумаг.

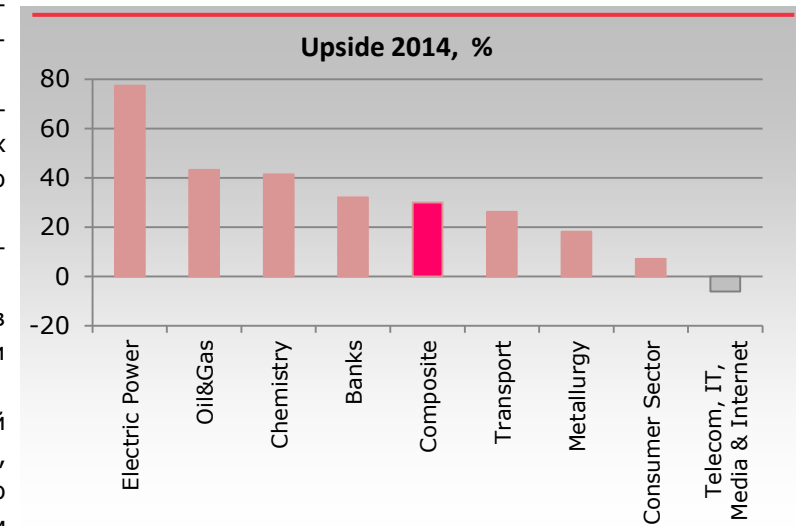
Химия и нефтехимия: Мы ожидаем улучшения конъюнктуры на мировом рынке минеральных удобрений и рекомендуем акции сектора в качестве инвестиционных идей на 2014 г.

Транспортный сектор: Мы не рассчитываем на существенное улучшение ситуации в целом в транспортной отрасли России в связи со слабостью отечественной экономики и делаем выбор в пользу вложений в авиационную отрасль.

Говоря о дальнейшей перспективе (более 5 лет), ключевыми направлениями для инвестиций могут быть вложения в импортозамещающие производства: авиастроение, машиностроение, судостроение, аэрокосмическое производство, сельское хозяйство, фармацевтику, бытовую электронику. В случае запуска модернизационного сценария на первом этапе этим секторам наверняка будет предоставлен национальный режим наибольшего благоприятствования для сбыта высокотехнологичной и импортозамещающей продукции на внутреннем рынке.



Изменение отраслевых индексов в 2013 г.



Потенциал роста отраслевых индексов в 2014 г.

■ Факторы роста и преимущества

Благоприятная внешняя конъюнктура

В инерционном сценарии в первой половине 2014 г. наиболее вероятно сохранение благоприятной конъюнктуры на внешних рынках за счет продолжения стимулирующей политики ведущими мировыми банками (ФРС, Банк Англии и Банк Японии). Мы ожидаем также от ЕЦБ дальнейшего снижения учетной ставки и расширения мер поддержки европейской экономики – ключевого внешнеэкономического партнера РФ. Поддержанию благоприятной конъюнктуры на рынках сырья и энергоносителей будет способствовать также реализация мер по углублению реформ в Китае.

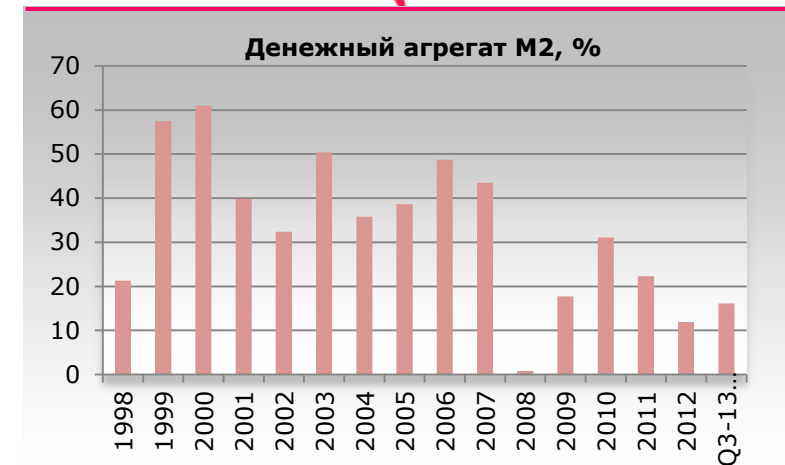
Смягчение кредитно-денежной политики

В политике монетарных властей наметились признаки ослабления финансовой консолидации. В июле 2013 г. ЦБ приступил к предоставлению коммерческим банкам кредитов с плавающей ставкой, обеспеченных нерыночными активами и поручительствами, что позволило облегчить доступ к дешевой ликвидности широкому кругу банков. Кроме того ЦБ изменил требования к нерыночным активам, разрешив кредитоваться под залог кредитов дочерним предприятиям. На фоне замедления темпов инфляции в 2014 г. Центральный Банк может решиться на снижение ставки рефинансирования. Российские экспортеры могут рассчитывать также на поддержку за счет ослабления курса российского рубля.

Политический выбор Путина

Очертания нового стратегического курса Путина становятся все более зримыми. Путин сделал политический выбор в пользу перехода от сырьевой модели развития к новой индустриализации и начал подтверждать этот выбор конкретными делами. В 2013 г. принято решение о разблокировании ФНБ, средства которого будут направляться на долгосрочные экономические проекты в области инфраструктуры и транспорта. Предложено ограничить рост базовых цен естественных монополий до уровня инфляции, что позволит стимулировать деловую активность в стране и оказать поддержку отечественным производителям. Включаются рычаги мягкого возвращения российских активов из оффшорных зон. Развернута активная борьба с коррупцией во властной вертикали («огонь по штабам»).

Путин все более стремится замкнуть на себя управленческий контур исполнительной власти через сформированный в администрации президента институт кураторов по направлениям. Экономический совет при президенте все более играет роль реального теневого правительства. В политической сфере Президент расширяет социальную опору, возглавив Общенародный фронт. В обществе началось предложенное Путиным активное обсуждение вопросов, связанных с концептуальными идеологическими и политическими формами национального развития (валдайская доктрина). Общество связывает большие надежды с курсом Путина на ускорение реформ и ждет более решительных шагов по реализации президентских инициатив, определенных майскими указами.



Темп роста денежного агрегата М2 по итогам 2013 г. может превысить показатель предыдущего года

Инфраструктурные проекты

Начинается реализация долгосрочных инвестиционных проектов, финансируемых за счет распечатанных средств ФНБ. В 2014 г. государство предполагает вложить 450 млрд. руб. из ФНБ в окупаемые инфраструктурные проекты на возвратной основе, в числе которых строительство ЦКАД и реконструкция Транссиба. Объем инвестиций может быть увеличен за счет привлечения РФПИ и средств других инвестиционных и суверенных фондов. Реализация масштабных проектов позволит загрузить заказами российских производителей (металлопрокат, строительные материалы, транспортное машиностроение) и строителей.

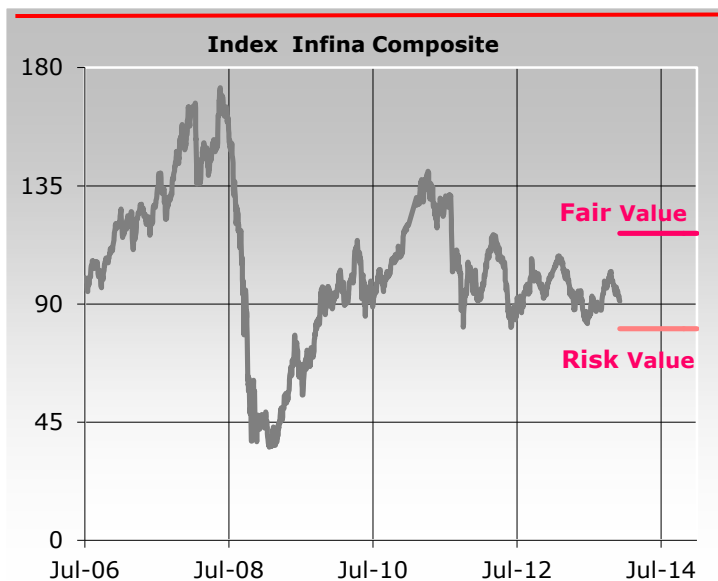
Улучшение условий ведения бизнеса

Согласно ежегодно составляемому экспертами Heritage Foundation рейтингу экономических свобод, Россия за год передвинулась со 144-й позиции на 139-ю, однако так и осталась в числе «в основном несвободных» государств между Гвинеей-Бисау (138 место) и Вьетнамом (140 место). Позитивные сдвиги отмечены по таким направлениям как свобода торговли, правительственные расходы и фискальная свобода.

Благодаря улучшению системы налогового администрирования Россия по показателю простоты уплаты налогов поднялась со 105-го на 64-е место, а по показателю временных и стоимостных затрат на создание нового бизнеса – со 111-го на 101-е место. Напомним, что в соответствии с поставленной правительству президентом В. Путиным задачей по кардинальному улучшению инвестиционного климата в стране, к 2018 г. Россия должна подняться в рейтинге Всемирного банка Doing Business до 20-го места. По последним исследованиям, нашей стране пока только удалось попасть в первую сотню стран, заняв 92 позицию (по итогам 2012 г. РФ занимала 112 строку, в 2011 г. – 120 строку), и стать одной из 10 стран, достигших максимальных результатов в реализации реформ по регулированию предпринимательской деятельности.

Мы также рассчитываем, что деятельность власти, сфокусированная на борьбе с коррупцией, в скором времени приведет к подвижкам в улучшении бизнес-климата в стране. В начале декабря в рамках продолжения антикоррупционной кампании Указом В. Путина в составе администрации президента была создана новая структура – Управление по вопросам противодействия коррупции, которой будут переданы полномочия и функции до сих пор выполняемые несколькими управлениями в Кремле. В качестве главной задачи вновь созданного управления определено обеспечение деятельности президента по реализации госполитики в области противодействия коррупции. Кроме этого в функционал будет входить налаживание взаимодействия госорганов и органов местного самоуправления в борьбе со взяточничеством, контроль за исполнением законов в антикоррупционной сфере, подготовка предложений по противодействию коррупции в госорганах, законодательные инициативы.



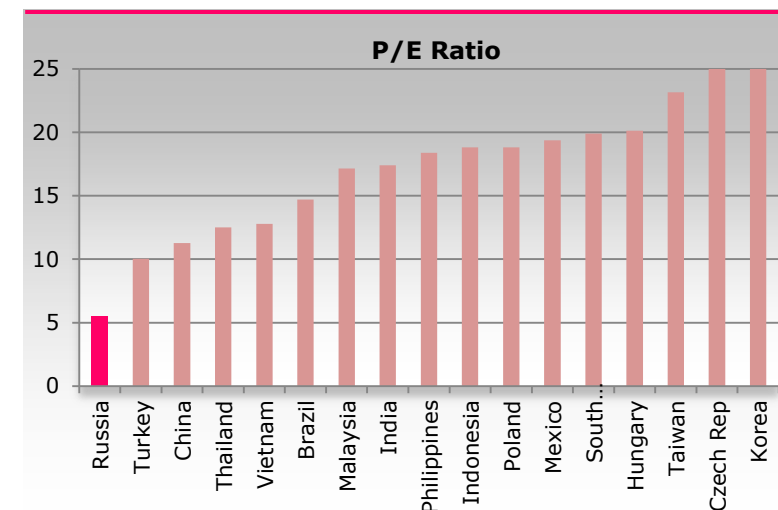


■ Потенциал роста стоимости российских акций.

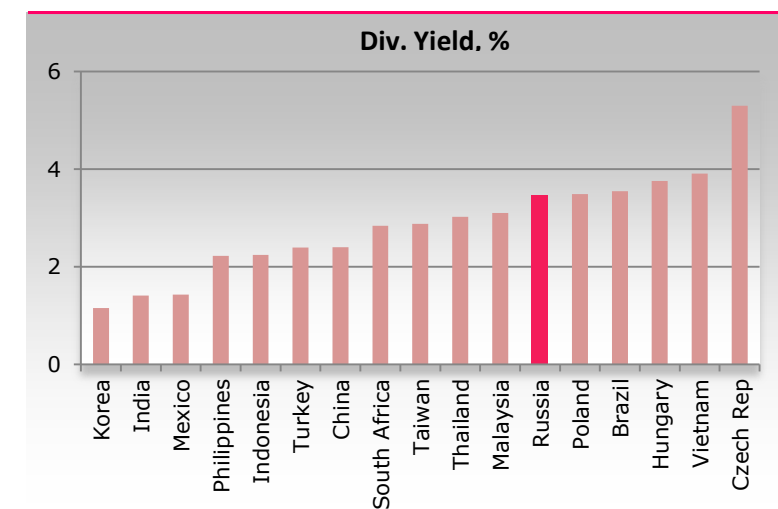
Фундаментальная оценка отраслевых индексов Infina

	Вес в ин- дексе	Last Value	Fair Value	Risk Value	Upside 13 дек. 2013
Composite		91,95	119,38	83,23	30
Oil&Gas	47,9%	65,11	93,21	65,18	43
Metallurgy	9,4%	70,13	82,91	54,15	18
Banks	11,5%	155,4	205,35	174,22	32
Electric Power	3,9%	56,94	101,01	61,00	77
Telecoms&Media	13,6%	160,1	150,32	97,48	-6
Consumer Sector	5,5%	294,6	315,65	210,81	7
Chemistry	3,0%	373,9	528,63	369,08	41
Transport	1,5%	170,7	215,62	139,37	26

Расчеты по модели ЗАО ФЦ Инфина



Российский рынок акций является самым дешевым по показателю цена/прибыль



Российский рынок акций является одним из наиболее привлекательных по дивидендной доходности

■ Риски

Политические риски

В российской политической и бизнес-элите углубляется раскол по вопросу выработки доктрины развития. Продолжение либеральным блоком правительства прежнего монетаристского курса в социально-экономической сфере становится главной системной угрозой для современной России, а проведение национально-ориентированной политики все более вступает в противоречие с действующей сырьевой специализацией страны и финансовой зависимостью от иностранного капитала.

Озвученные Путиным в начале его третьего президентского срока цели и задачи развития приходят в противоречие с политикой кабинета министров, что делает их невыполнимыми. Налицо усиливающееся двоевластие в экономической политике, и крайним в этой ситуации может оказаться правительство.

Экономические риски

Российская экономика все более скатывается в депрессивное состояние. Показатели экономического роста, промышленного производства и ряд других – самые низкие за последние пять лет и пока нет никаких предпосылок к тому, чтобы переломить эти тренды.

В структуре российской экономики сохраняется сырьевая направленность, что делает ее критически зависимой от колебаний конъюнктуры на мировых сырьевых рынках. Сверхвысокий уровень монополизации российской экономики порождает постоянный и неизбежный рост цен. Произвол естественных монополий и безудержный рост тарифов в газовой, электроэнергетической и железнодорожной отраслях привели к тому, что издержки российских предприятий превысили среднемировой уровень и делают неконкурентоспособной отечественную экономику. В результате этого инвесторам просто невыгодно вкладывать свои средства в развитие реальных производств на территории России.

Управленческие риски

Система госуправления и качество проводимой политики не адекватны целям и задачам развития. В условиях усиливающегося спада правительство в 2013 г. не смогло предложить действенных мер для его преодоления. Ужесточение кредитно-денежной политики ЦБ ради борьбы с инфляцией также оказалось контрпродуктивным и обернулось сдерживанием развития реального сектора экономики.

Многие решения правительства диктуются преимущественно крупным сырьевым бизнесом, что ведет к консервации экспортно-сырьевой модели, дальнейшему расширению пропасти между чиновно-олигархической элитой и российским обществом, росту социальной неоднородности и напряженности.



Российский рынок акций готовится к выходу из консолидации 2009-2013 гг.



Финансовые риски

Высокие кредитные ставки на внутреннем рынке заимствований вынуждают российских заемщиков обращаться за кредитами к зарубежным банкам, неизбежным следствием чего становится рост внешней корпоративной задолженности. По ряду оценок до 80% всей ликвидности, которая позволяет банкам рефинансироваться, представляют собой зарубежные деньги. Внешние займы российских банков и компаний по итогам 9 месяцев 2013 г. насчитывали \$720 млрд. (рост на 13,1%), что намного выше размера золотовалютных резервов ЦБ на тот же период (\$514,9 млрд.) и что представляет значительную угрозу в случае вынужденного погашения этой задолженности.

Бюджет на 2013 г. и плановый период 2014-2015 гг. оказались сорваны из-за рекордно низкого исполнения его доходной части вследствие общего спада экономической активности и сжатия отечественного производства. Давление на бюджет усилилось также за счет растущей зависимости от импорта после вступления в ВТО. Согласно планам правительства, дефицит бюджета в 2014 г. составит 0,5% от ВВП. При этом эксперты из Счетной палаты заявляют об угрозе неисполнения бюджета в случае падения цен на нефть ниже уровня \$97-101 за барр. В такой ситуации неизбежным становится снижение курса рубля.

С целью пополнения местных бюджетов государство с 2014 г. повышает налог на коммерческую недвижимость и намерено усилить давление на офшоры, обязав их платить налоги по месту ведения бизнеса независимо от страны регистрации.

Инвестиционные риски

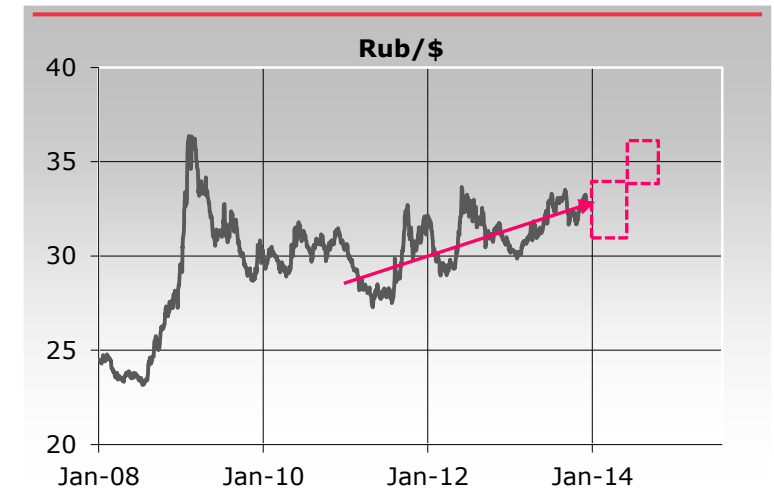
Либеральная схема развития экономики в России оказалась неконкурентоспособной в плане создания благоприятного инвестиционного климата в борьбе за международного инвестора. Эффективность государственных инвестиций пока также остается низкой: 1% прироста бюджетных расходов дают прирост экономики всего лишь на 0,3%-0,5% ВВП. Основная причина – низкое качество управления и коррупция.

Структурный маневр в пользу наукоемких высокотехнологичных производств может быть реализован только в режиме мобилизационного проекта и жесткой социальной справедливости. Это значит, что, во-первых, для рывка потребуются длительное вложение капиталов, на которое способно только государство, поскольку частный бизнес идет на это неохотно. Во-вторых, рассчитывать придется преимущественно на внутренние источники, поскольку объединенный Запад никоим образом не заинтересован в реиндустриализации экономики России.

Вступление в ВТО облегчило ввоз в Россию готовых товаров, что привело к замораживанию притока инвестиций в основные фонды российских предприятий. При этом одновременно наблюдается резкое увеличение прямых инвестиций российских нефинансовых компаний за рубеж. Зачем инвестировать в местное производство, если ту же продукцию можно произвести с меньшими издержками за рубежом. Все большее число российских предприятий заявляют о сворачивании инвестиционных программ и сокращении объемов производства.



Текущее сальдо платежного баланса в 3 кв. 2013 г. снизилось до минимума с 1998 г. из-за увеличения объема импорта



Давление на рубль будет усиливаться. В первом полугодии 2014 г. диапазон колебаний курса рубля может составить 31-34 руб./долл., во втором полугодии вероятно падение курса рубля до 34-36 руб./долл.

Коррупция

Коррупция оказывает прямое влияние на инвестиционный климат в России, являясь значимым барьером для иностранных инвесторов, что отрицательно сказывается на перспективах экономического роста. Около 40% российских бизнесменов теряют контракты из-за коррупции (хуже только в Египте, Малайзии, Индонезии, Мексике и Пакистане). Антикоррупционная борьба в 2013 г. завершается с результатом в «ноль целых ноль десятых», так как количество «коррупционных» баллов у России осталось прежним – 28.

Очередной всплеск активности власти в этом направлении начался в 2012 г. с подписания Д. Медведевым национального плана противодействия коррупции на 2012-2013 гг., после чего последовал ряд фрагментарных мер: введение антикоррупционных законов, создание дополнительных органов по борьбе с коррупцией, а также возбуждение множество громких дел, фигурантами которых стали высокопоставленные чиновники. Однако прогресс пока незначителен. По оценкам Transparency International, Россия в 2013 г. сохранила позиции в рейтинге восприятия коррупции. Индекс восприятия коррупции, как и год назад, составляет 28 п., что соответствует 127 месту (из 177), которое РФ делит с Азербайджаном, Коморскими островами, Гамбией, Ливаном, Мадагаскаром, Мали, Никарагуа и Пакистаном. Наиболее коррумпированными оказались строительство, госзаказ, коммунальные услуги и коммуникации.

ОТРАСЛЕВЫЕ ПРОГНОЗЫ НЕФТЬ И ГАЗ

■ Факторы роста

Благоприятная мировая конъюнктура на рынке энергоносителей

Кардинальный сдвиг цен на энергоносители, произошедший в мировой экономике в предшествующее десятилетие, вызвал мощный приток инвестиций в развитие новых методов добычи и разработку месторождений с трудноизвлекаемыми запасами. Несмотря на рост предложения (добыча трудноизвлекаемой нефти, освоение шельфа, разработка сланцевого газа и нефти), цены на энергоносители в целом остаются стабильными, что обеспечивает инвесторам благоприятные условия для окупаемости проектов в нефтегазовой сфере. Ценовой эффект от добычи сланцевого газа в основном уже отыгран, а рост предложения сланцевой нефти ограничен преимущественно самими США и укладывается в их стратегию поддержки собственных производителей за счет низких внутренних цен на энергоносители. На внешних же рынках США заинтересованы в обратном, т.е. в поддержании высоких цен на энергоносители для того, чтобы создать дополнительные трудности своим основным конкурентам – Китаю и ЕС.

Рост энергопотребления в Китае и Индии остается одним из важнейших факторов поддержки высоких нефтяных цен. Полагаем, что нынешний уровень мировых цен на энергоносители является фундаментально обоснованным и сбалансированным по соотношению спрос/предложение.

Позитивная динамика объемов добычи нефти и газа в РФ

Форсированное наращивание добычи нефти в новых нефтегазовых провинциях позволит удержать в 2014 г. годовой объем добычи нефти на уровне 2013 г. (ок. 520 млн. т). Производственные планы российских компаний по добыче газа также позволяют надеяться на сохранение позитивной тенденции наращивания объемов его добычи в 2014 г. на фоне роста мирового энергопотребления.

Масштабная инвестиционная программа

Азиатский вектор российской энергетической доктрины получает дальнейшее развитие. В 2013 г. заключены масштабные контракты на поставки нефти и газа из России в Китай. Китай готов потреблять новые объемы СПГ с наших планируемых заводов. Российские компании вкладываются в развитие инфраструктуры в дальневосточном и восточно-сибирском регионе.

Модернизация российских НПЗ

За три последних года в России построено или реконструировано 33 крупных НПЗ мощностью более 1 млн. т в год. До 2020 г. мощность российских НПЗ должна увеличиться на 125 млн. т в год, а глубина переработки вырастет с 71,3 до 90%. По планам компаний, инвестиции в нефтепереработку до 2015 г. составят 1 трлн. руб.



Либерализация рынка СПГ

Принятый в 2013 г. закон о либерализации экспорта сжиженного природного газа позволит российским компаниям продавать СПГ на внешних рынках. Реформа направлена на поддержку нескольких новых проектов, призванных кардинально нарастить долю российских компаний на мировом рынке СПГ с нынешних 4,5% до 20%. Необходимость либерализации рынка СПГ обусловлена стремлением России закрепиться на перспективном рынке природного газа в странах АТР. К экспорту будут допущены компании, в чьих лицензиях на разработку месторождений предусмотрено строительство заводов по сжижению газа или направление газа на сжижение, а также компании, разрабатывающие шельфовые месторождения и принадлежащие им более чем на 50% предприятия. В числе главных бенефициаров Роснефть, Новатэк, Лукойл.

Налоговые льготы

Государство предоставило нефтяным компаниям дополнительные льготы, направленные на стимулирование добычи путем применения дифференцированного НДС для новых инвестиционных проектов добычи трудноизвлекаемой нефти. Благодаря этим льготам рентабельность шельфовых проектов в России выросла на 20%, что резко повысило интерес отечественных компаний и зарубежных инвесторов к работам на российском шельфе. Принимаемые меры стимулирования добычи позволят российским компаниям к 2032 г. дополнительно добыть около 326 млн. т нефти.

С целью компенсации потерь, возникающих у российских энергетических компаний в связи с ограничениями тарифов естественных монополий, правительство может пойти на дальнейшее снижение налоговой нагрузки. В частности, о целесообразности подобного шага уже заявила Роснефть предложившая снизить налоги на нефтяную отрасль с нынешних 55% до 35-45%. Высвободившиеся средства предлагается направить на реализацию новых проектов.

■ Проблемы и риски

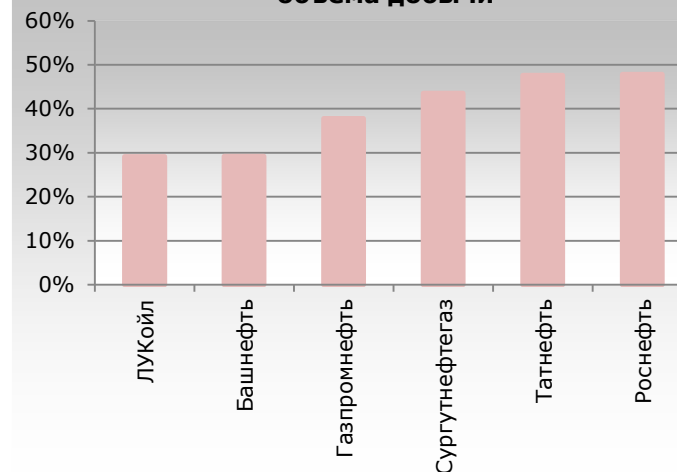
Правительство усиливает налоговое бремя

В связи с необходимостью повышения налоговых доходов правительство приняло решение об увеличении НДС при одновременном сокращении пошлины на экспорт нефти. В 2014 г. базовая ставка НДС на нефть повышается на 4,9%, в 2015 г. – еще на 7,5%, в 2016 г. – на 5,5%. Предельная ставка экспортной пошлины на нефть снизится в 2014 г. с 60% до 59% от стоимости, до 57% в 2015 г. и до 55% в 2016 г. Ожидается, что повышение налогов вызовет снижение маржи у нефтепереработчиков, но в меньшей степени коснется нефтяных компаний, у которых объемы добычи превышают переработку (ЛУКОЙЛ, Роснефть, Татнефть).

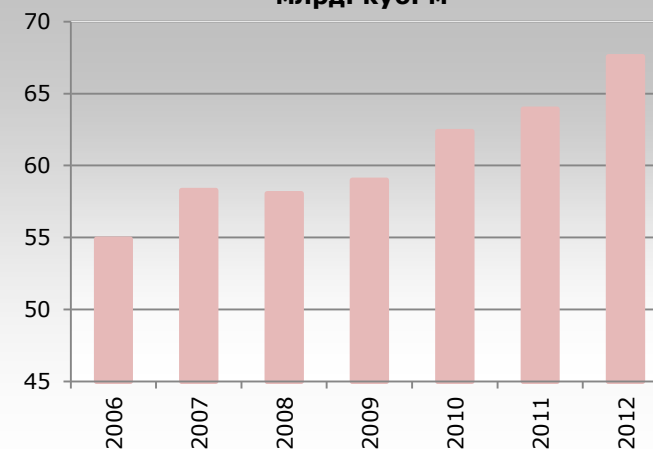
Замораживание тарифов

Решение о замораживании тарифов естественных монополий в долгосрочной перспективе может обернуться для Транснефти снижением рентабельности и вынужденным урезанием инвестиционных программ.

Доля экспортируемой сырой нефти от объема добычи



Добыча попутного нефтяного газа в РФ, млрд. куб. м



Снижение прибыльности

На протяжении последних трех лет рост суммарной выручки российских нефтегазовых компаний приостановился, что во многом явилось следствием стабилизации нефтяных цен и ростом конкуренции на газовом рынке (сланцевый газ, добыча газа нефтяными компаниями и независимыми производителями). Одновременно наметилась тенденция к снижению прибыльности компаний ТЭК в связи с опережающим ростом затрат. По оценкам, суммарная чистая прибыль компаний, входящих в расчет индекса Инфина Нефть&газ, по итогам 2013 г. окажется ниже показателя 2012 г.

■ Инвестиционные идеи-2014

В базовом сценарии на 2014 г. мы ориентируемся на сохранение благоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках особенно в первой половине года, что будет способствовать росту привлекательности вложений в акции сырьевого и нефтегазового сектора. Общий потенциал роста стоимости сектора мы оцениваем примерно в 43% по отношению к текущим ценам. Баланс рисков может ухудшиться во втором полугодии.

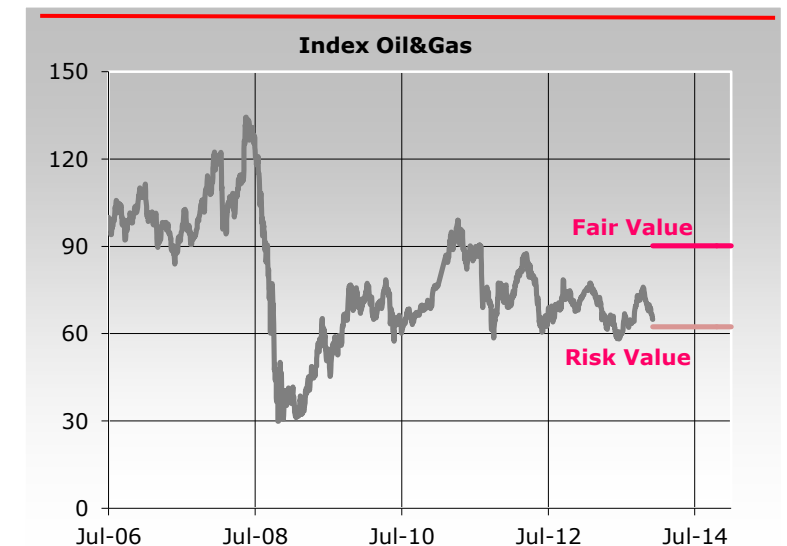
По совокупности факторов мы отдаем предпочтение в 2014 г. акциям компаний с высокой долей государственного участия (Газпром, Транснефт), а также ЛУКОЙла и Новатэка.

Газпром: преодолел неблагоприятный период конъюнктуры, связанный с последствиями экономического кризиса в Европе и переориентацией своей маркетинговой политики в сторону АТР. Компания планирует нарастить добычу газа в 2014 г. до 518 млрд. куб. м, т.е. на 4,5% по сравнению с ожидаемой добычей в 2013 г. (495,7 млрд. куб. м). С середины 2013 г. акции Газпрома демонстрируют лучшую динамику по сравнению с остальным рынком российских акций. Полагаем, эта тенденция может сохраниться и в следующем году.

ЛУКОЙл: наиболее диверсифицированная российская нефтяная компания, отличающаяся высокой долей перерабатываемой нефти на собственных НПЗ и имеющая широкую географию бизнеса. Капитальные вложения, предпринятые ЛУКОЙлом в предшествующие годы, начинают приносить закономерный эффект. В планах компании на 2014 г. значится также размещение депозитарных расписок на бирже в Гонконге.

Новатэк: ведущий независимый производитель газа. Демонстрирует устойчивые темпы роста добычи, занимает ведущие позиции на рынке СПГ.

Транснефть: стала ключевым оператором транспортировки нефти в КНР, получив дополнительные объемы прокачки в размере 15 млн. т в год. Акции Транснефти сохраняют устойчивую позитивную динамику на протяжении всего посткризисного периода.



МЕТАЛЛУРГИЯ

Уходящий год для мировой металлургической отрасли выдался неудачным. Сводный индекс акций мировой сталелитейной отрасли за год потерял порядка 9,7%, сводный индекс сырьевых фьючерсов – 8%, базовых металлов – 10,1%, драгоценных металлов – 15,2%. Стальная заготовка лишилась около 13% своей стоимости, а золото – почти четверти. На фоне этого глобальный объем выплавки стали в 2013 г. может достигнуть 1,58 млрд. т (+2,5% к 2012 г.), что может внушить определенный оптимизм, однако, здесь следует учесть, что в указанном объеме 49% выплавки придется на Китай (для сравнения: 23% в 2003 г., 12% в 1993 г. и 6% в 1983 г.). Рост производства стали в Китае в уходящем году может превысить 9% по сравнению с прошлым, тогда как во всем остальном мире, по-видимому, произойдет спад примерно на 3,2% до 802 млн. т. В итоге мировая за исключением Китая выплавка стали так и не превысит предкризисное значение, а сама отрасль демонстрирует признаки перепроизводства.

Российская выплавка чугуна в текущем году может достигнуть 50 млн. т (-0,9% к 2012 г.), выплавка стали – 68,2 млн. т (-3%), производство готового проката – 60,2 млн. т (-2,6%), а производство стальных труб может достигнуть исторического максимума в 10,2 млн. т, что соответствует росту в 5,1% по сравнению с прошлым годом. Котировки акций отечественных компаний металлургического сектора в целом соответствовали мировой динамике: так, индекс Inffina Metallurgy потерял за год 32,8%, многие компании представляют ухудшающиеся производственные и финансовые результаты. Например, выручка Трубной металлургической компании за январь-сентябрь текущего года сократилась на 4% до \$4,9 млрд., чистая прибыль – на 36% до \$160 млн., скорректированный показатель EBITDA – на 13% до \$705 млн., а его рентабельность – на 2 п.п. до 14%. Группа ММК потеряла в выручке по сравнению с 1-3 кв. 2012 г. 13%, однако, при этом получила прибыль в \$47 млн. против убытка в \$274 млн. годом ранее, показатель EBITDA уменьшился почти на четверть до \$780 млн., а его рентабельность – на 2,3 п.п. до 12,3%. Вместе с этим группа снизила выплавку стали на 10%, а производство товарной продукции – на 9%. Челябинский цинковый завод увеличил выручку на 2% до 9,8 млрд. руб., однако потерял почти 75% прибыли и треть EBITDA.

Среди значимых событий 2013 г. в отечественном сырьевом и металлургическом секторе отметим следующие.

- Разрешение многолетнего конфликта акционеров в ГК Норильский никель, утверждение новой стратегии компании (приоритет – первоклассным активам: к 2015 г. все производственные активы компании должны быть масштабными, приносить выручку более \$1 млрд. с рентабельностью по EBITDA более 40% и сроком жизни более 20 лет) и дивидендной политики



(50% EBITDA, но не менее \$2 млрд. за 2013 и 2014 гг. с дополнительными оговорками для 2015 г., также будут выплачиваться доходы от продажи непрофильных активов).

– Ввод в эксплуатацию электрометаллургического и прокатного производства «НЛМК-Калуга» годовой мощностью в 1,5 млн. т стали и 900 тыс. т сортового и фасонного проката, удостоенный премии «Главное событие 2013 года в металлургии России» в рамках международной выставки «Металл-Экспо'2013». Начало горячих испытаний установки вдувания пылеугольного топлива в доменном цехе в Липецке, позволяющей получить более эффективный технологический процесс выплавки чугуна и конкурентное преимущество в издержках.

– Мечел достиг соглашения об увеличении льготного периода и отсрочке погашения синдицированного кредита в \$1 млрд. до конца 2014 и 2016 гг., что «облегчит давление на денежный поток Мечела в течение следующих 12 месяцев, поскольку позволит перенести примерно \$600 млн. выплат с 2013-2014 гг. на 2015-2016 гг.». Также компания достигла соглашения о ковенантных каникулах до конца 2014 г. по кредитным линиям с банком ВТБ (на \$1,8 млрд.) и Сбербанком (на 44,9 млрд. руб.).

– IPO Алроса, разместившей 16% акций на сумму в \$1,3 млрд. по 35 руб. за акцию.

■ Факторы роста

В 2014 г. рост акций отечественных компаний могут поддержать следующие факторы: ускорение европейской экономики – главного внешнеторгового партнера России, ослабление национальной валюты и наметившийся разворот негативной тенденции на сырьевых рынках и в международных морских перевозках.

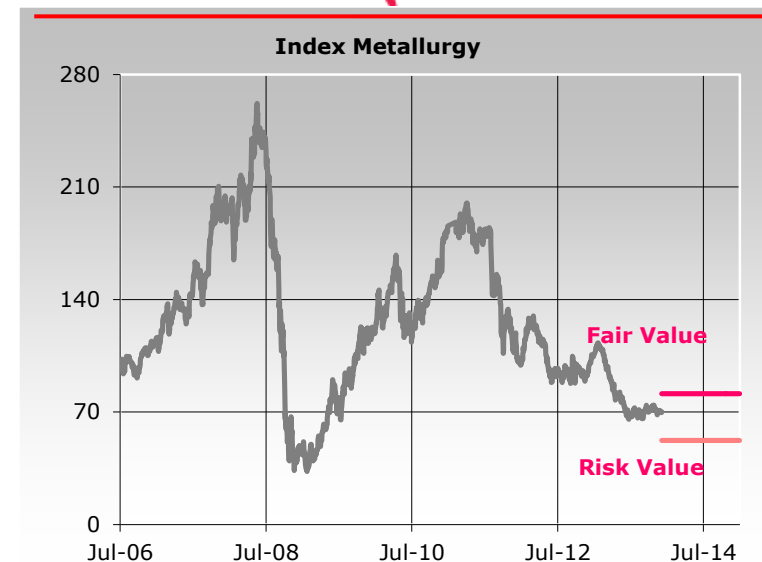
■ Проблемы и риски

К рискам металлургической отрасли на будущий год можно отнести дальнейшее повышение издержек из-за увеличения тарифов естественных монополий; недостаток гибкости при регулировании численности работников в случае заметного ухудшения конъюнктуры; вялый и сокращающийся спрос как на внутреннем, так и на экспортных рынках; конкуренция со стороны импортной продукции; риск развития дефляционных процессов в европейском регионе; сохраняющийся избыток сталелитейных мощностей в мире и связанный с ними профицит металла.

■ Инвестиционные идеи-2014

Норильский никель: урегулирован многолетний акционерный конфликт, принята новая сфокусированная и высокоэффективная стратегия долгосрочного развития, возможна отмена российской экспортной пошлины на никель.

Северсталь: низкий долг (1,8xEBITDA – третий результат в мире по итогам 2012 г.), высокая рентабельность инвестированного капитала (11,1% – третий результат в мире) и показателя EBITDA (15,3% за 2012 г. рост до 17% в 3 кв. текущего года), девятое место в мировом рейтинге по абсолютному значению EBITDA (\$2,2 млрд.); предельная концентрация на производственной эффективности и разумная поддерживающая инвестиционная политика.



БАНКИ

■ Предварительные итоги 2013 г. и перспективы развития в 2014 г.

Активы российского банковского сектора по итогам 10 мес. 2013 г. увеличились на 11,1% (13,1% за 10 мес. 2012 г.) и составили 55,0 трлн. руб.

Совокупный кредитный портфель за январь-октябрь прибавил 19,6% (15% за 10 мес. 2012 г.) и составил 39,5 трлн. руб. Опережающими темпами росли кредиты, выданные физическим лицам (9,6 трлн. руб.): рост год-к-году составил 30,1%, с начала года – 24,3%. Ссуды, выданные корпоративным клиентам (22,3 трлн. руб.), за год увеличились на 12,8%, с начала 2013 г. рост составил 11,7%. Мы полагаем, что по итогам года рост потребительского кредитования составит порядка 26,5%, корпоративного кредитования – порядка 12,5%. Несмотря на то, что рост необеспеченного кредитования (62,2% всех потребительских кредитов) замедлился до 34,3% против 58,1% за 10 мес. 2012 г., его темпы продолжают оставаться высокими, а ужесточение Центральным банком требований к их резервированию оказывает дополнительное давление на рентабельность банков. Напомним, что с 1 марта ЦБ принял решение об ужесточении ряда требований к резервированию необеспеченных кредитов физлицам (по кредитам с просрочкой свыше 365 дней необходимо создавать резервы в размере 100% от объема кредита, также вдвое увеличено резервирование по непросроченным кредитам и ссудам с просрочкой до 30 дней), с 1 июля повышены коэффициенты риска по потребкредитам (при эффективных ставках по рублевым ссудам 25-35% коэффициент риска будет 1,1; при ставках 35-45% – 1,4; при ставках 45-60% – 1,7; более 60% годовых – 2). По состоянию на 1 ноября просроченная задолженность по совокупному кредитному портфелю составила 1,45 трлн. руб., увеличившись с начала года на 15%, долг корпоративных заемщиков составил 985 млрд. руб., прибавив с начала года 6,6%, просрочка по портфелю кредитов физическим лицам с начала года выросла на 39,1% и составила 435,5 млрд. руб. Доля NPL в общем объеме ссуд за январь-октябрь составила 6,3% против 6,0% на начало года. Резервы под возможные потери по кредитам по состоянию на 1 ноября сформированы в размере 2,4 трлн. руб. (рост с начала года составил 16,4%) и покрывают объем просроченных ссуд в 1,7 раз. В 2014 г. мы ожидаем роста совокупного кредитного портфеля на уровне 10-15%, доля просроченных кредитов будет увеличиваться, прежде всего в сегменте необеспеченных кредитов, выданных в 2012 г.



Депозитная база с начала года прибавила 11,8% (18% год-к-году) и составила 33,7 трлн. руб., вклады физических лиц за 10 мес. выросли на 12,7% (16,1 трлн. руб.), средства юридических лиц увеличились на 14,8% (11 трлн. руб.). В 2014 г. мы ожидаем замедления темпов роста депозитной базы до уровня 16-17% в связи со снижением реальных доходов населения из-за дальнейшего ухудшения макроэкономической ситуации. Помимо этого любой шок автоматически может вызвать отток депозитов, а, учитывая анонсированную ЦБ политику дальнейшей «расчистке» банковского сектора, данный риск существенно возрастает.

Собственный капитал российских банков за 10 мес. вырос на 18,8% и составил 6,9 трлн. руб., показатель достаточности капитала снизился до 13,3% с 13,7% на начало года. Потребность банков в капитале значительно увеличилась после ужесточения ЦБ с 1 июля требований к резервированию новых розничных кредитов с высокой ставкой. С 1 января 2014 г. в придачу к действующему нормативу достаточности собственных средств будут введены два дополнительных: базового и основного капитала, что связано с внедрением в России норм «Базель-III». Минимальные значения нормативов достаточности базового и основного капитала установлены на уровне 5% и 5,5% соответственно (ранее предполагалось, что они составят 5,6% и 7,5%), совокупного капитала – 10%. Мы ожидаем, что в 2014 г. давление на собственный капитал банков усилится, небольшие и многие средние банки столкнутся с его дефицитом, в результате чего будут вынуждены резко замедлить темп роста кредитования, привлекать дополнительный капитал или выходить на рынок M&A. Тем не менее, серьезного влияния на российскую банковскую систему это не окажет, учитывая, что 51,3% активов контролируют первые 5 государственных и квазигосударственных банков, финансовое положение которых стабильно, а также крупные частные банки, которые могут рассчитывать на помощь акционеров и государства.

Совокупная прибыль за январь-октябрь составила 820,1 млрд. руб., что на 1,6% меньше, чем банки заработали за аналогичный период прошлого года. Мы полагаем, что в 2013 г. банки, как и годом ранее, смогут заработать порядка 1 трлн. руб, однако в связи с ухудшением экономической среды и ростом отчислений в провизии доходы банков будут сокращаться.

Мы полагаем, что в 2014 г. ситуация в банковском секторе будет напряженной. Помимо прежних вызовов, как-то: зависимость экономики от колебаний цен на нефть, сложная ситуация с ликвидностью, высокая стоимость заимствований, сокращение ЧПМ – банкам придется столкнуться с дальнейшим снижением уровня достаточности капитала, замедлением кредитной активности, возможным оттоком депозитов и поиском новых источников рефинансирования на фоне ужесточения надзора со стороны Центробанка.

Денежно-кредитная политика ЦБ в 2013 г.

Уходящий год претендует на то, чтобы стать переломным в истории развития российского банковского сектора. С приходом в ЦБ новой команды под руководством Э. Набиуллиной связывались ожидания запуска российского варианта «количественного смягчения» для поддержания экономического роста, однако ставка рефинансирования так и не была снижена, вместо этого ЦБ начал реформирование ДКП, назначив «ключевой» ставку недельного аукционного РЕПО (5,5% по состоянию на 13 сентября), под которую банки исторически привлекают основное фондирование, а ставка рефинансирования стала носить справочный характер и с 2016 г. будет приравнена к ключевой. Таким образом, регулятор дал понять, что в настоящее время приоритетное значение для него имеет контроль за инфляцией.

Мы полагаем, что по мере дальнейшего замедления роста ВВП и снижении инфляционных рисков, ЦБ будет вынужден снизить ставки, однако ожидаем, что это произойдет не ранее 3 кв. 2014 г.

В июле было принято решение о запуске аукционов по кредитам под нерыночные активы по плавающей ставке сроком на 12 мес. с минимальной ставкой по этим операциям, установленной Банком России на уровне 5,75%. Планируется, что аукционы будут проводиться ежеквартально, что будет способствовать увеличению ликвидности в банковском секторе.

■ Основные факторы роста

- Улучшение ситуации в экономиках развитых стран.
- Хорошие результаты стресс-тестов европейских банков и продолжение стимулирующих программ со стороны ЕЦБ.
- Смягчение ДКП Банка России.
- Либерализация фондового рынка КНР, создание и выход на биржу частных банков.
- Улучшение имиджа России на мировой арене, возобновление притока капитала, рост интересов инвесторов к вложениям в акции развивающихся рынков.

■ Проблемы и риски

- Сворачивание программ QE3 в США.
- Снижение цен на энергоносители, рецессия в экономике РФ.
- Кризис доверия, вызванный действиями ЦБ по отзыву лицензий у банков.
- Массированный отток депозитов.
- Дальнейшее снижение качества активов в связи ростом просрочки на рынке необеспеченного потребкредитования и ухудшения финансовых показателей корпоративных заемщиков.
- Ужесточение регулирования со стороны ЦБ.
- Рост ставок на рынке МБК.
- Понижение рейтинга России, а также системообразующих российских банков ведущими международными агентствами.

■ Инвестиционные идеи-2014

В 2014 г. нам хотелось бы предложить инвестором более широкий набор акций российских банков, обращающихся на открытом рынке, однако, учитывая непростую ситуацию в банковском секторе, мы вновь вынуждены констатировать, что помимо обыкновенных и привилегированных акций Сбербанка, стабильно демонстрирующего хорошие финансовые результаты и имеющего четкую стратегию развития до 2018 г., других перспективных идей на рынке не просматривается. Мы включаем акции **Сбербанка** в наш инвестиционный портфель с рекомендацией **«покупать»**.

Ужесточение надзора

Началась масштабная кампания по «расчистке» банковского сектора от слабых банков, не выполняющих нормы ЦБ, а также от банков, деятельность которых связана с потворствованием легализации доходов. С начала года ЦБ отозвал лицензии у 30 банков, причем данный процесс резко ускорился осенью. Среди наиболее громких случаев отзыв лицензий у московского Мастер банка, подмосковного банка Пушкино, северо-осетинского Банка развития региона, а также достаточно крупного регионального банка Первый экспресс из Тулы, Инвестбанка, БПФ и Смоленского Банка; самарский банк Солидарность, будет передан на санацию. Банкротство Пушкино и Мастер банка стали крупнейшими страховыми случаями в истории АСВ, которое будет вынуждено выплатить вкладчикам соответственно 20,2 и 31,3 млрд. руб. По словам представителей регулятора, в 2014 г. отзывы лицензий могут продолжиться. Действия ЦБ вызвали беспокойство о возможном дефолте АСВ, однако по уверению руководства Агентства, средств, которыми оно располагает в настоящее время (230 млрд. руб. по состоянию на сентябрь), хватит на выплату по всем страховым случаям, включая Мастер банк и Пушкино. В 2014 г. поступления от банков, участвующих в ССВ, должно составить порядка 81 млрд. руб. и, согласно базовому сценарию агентства, этих средств должно хватить на выплаты вкладчикам. В случае же, если отзыв лицензий у банков активизируется, АСВ сможет обратиться в ЦБ с просьбой о предоставлении кредита без обеспечения сроком на 5 лет для финансовой устойчивости системы страхования вкладов, а также для финансирования выплат возмещений по вкладам.

Мы позитивно оцениваем намерение ЦБ провести оздоровление российского банковского сектора, но полагаем, что регулятору стоит более осторожно подходить к отзыву лицензий у системообразующих банков, так как излишне резкие действия могут спровоцировать «эффект домино» и панику среди вкладчиков.

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

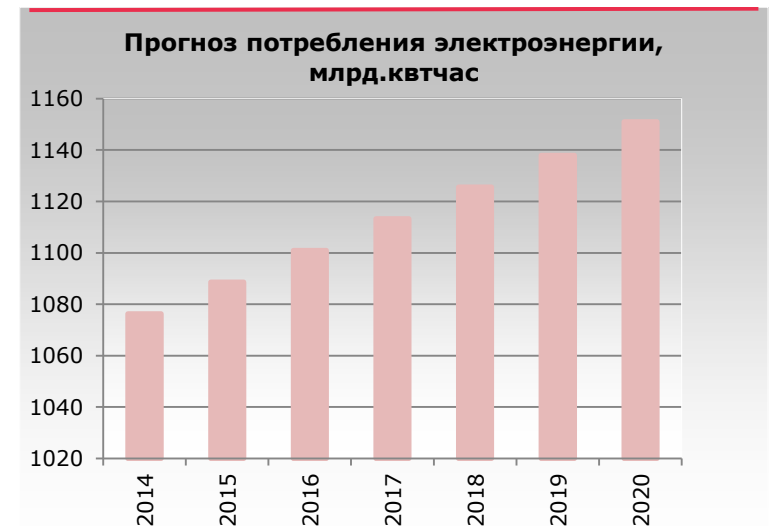
■ Факторы роста

Сектор электроэнергетики в 2014 г. ожидают большие перемены

В условиях объявленного замораживания тарифов правительство встало перед необходимостью разработки новых механизмов привлечения инвестиций. Ключевым моментом в разрабатываемой новой модели энергорынка является вопрос окупаемости инвестиций в генерацию. В настоящее время оптовый энергорынок предлагает отдельную продажу электроэнергии и мощности. У производителей энергии имеются претензии именно к рынку мощности: их не устраивают низкие выплаты по договорам на поставку мощности (ДПМ). Кроме того, многие действующие ДПМ заканчиваются к 2015 г. Согласно новой модели планируется перейти к прямым двухсторонним договорам между производителями и покупателями энергии. Однако пока не ясно, в какой мере система, выстраиваемая на долгосрочных договорах между генераторами и потребителями, окажет влияние на рост конечных цен на электроэнергию. Генераторы предлагают ввести механизмы финансовой поддержки для модернизации электроэнергетики. Покупатели опасаются роста цен. В случае введения новой модели на их стороне может оказаться также государство, взявшее курс на сдерживание роста цен. Пока стороны не могут договориться об условиях продолжения инвестиций. Согласно последним заявлениям Минэнерго, новая модель энергорынка может заработать с 2015 г.

Минэнерго РФ в 2013 г. приступило к разработке новой модели рынка тепловой энергии, которая позволит обеспечить доходность инвестиций и рыночные условия функционирования отрасли. Программа перехода на новую модель рынка тепловой энергии разделена на четыре этапа и запланирована на период до 2017 г., но старт намечен на 1 июля 2014 г. На тот же срок запланирован ввод социальной нормы электропотребления для населения.

На 2014 г. запланирована также отмена «последней мили» в большинстве регионов РФ. Ее действие продлят лишь в 18 регионах. Соответствующий законопроект о проблеме «последней мили» уже внесен в Госдуму. Эта мера призвана поддержать крупных потребителей электроэнергии, присоединенных непосредственно к магистральным сетям ФСК ЕЭС, за счет сокращения дополнительных расходов на оплату сетевого тарифа сетей межрегиональных распределительных сетевых компаний, которым отданы в аренду части сетевых мощностей ФСК. В свою очередь отмена «последней мили» обернется для сетевиков выпадающими доходами. Предполагается, что эти потери частично могут быть компенсированы сетевым компаниям за счет бюджетных средств.



Отмена перекрестного субсидирования

Сохранение данной практики негативно сказывается на промышленности, вынужденной перекладывать эти издержки на себестоимость своей продукции. В течение двух лет правительство намерено ликвидировать перекрестное субсидирование между электрической и тепловой энергией в объеме 5 млрд. руб. и снизить его к 2022 г. до 50 млрд. руб. за счет перекладывания тарифа с промышленности на население.

Рост энергопотребления в 2014 г.

В случае ускорения темпов роста российской экономики в 2014 г. и, соответственно, роста энергопотребления предприятия энергетического сектора могут рассчитывать на прирост объемов продаж и выручки.

Дивиденды

Дивидендная политика ряда энергокомпаний в 2013 г. продемонстрировала очевидные перемены к лучшему. Дивидендная доходность отраслевого индекса ММВБ с учетом итогов 2012 г. повысилась с 1,2 до 3%.

■ Проблемы и риски

Продолжающаяся реформа отрасли

Энергетическая отрасль пребывает в состоянии корректировки ключевых механизмов привлечения инвестиций в отрасль. По-прежнему ждет своего законодательного урегулирования ситуация с гарантированными поставщиками (ГП) и возможностью лишения их этого статуса в случае невыполнения платежных обязательств перед сетевыми компаниями. Это позволит существенно улучшить показатели дебиторской задолженности Россетей. Если Россети получат право лишать должников статуса гарантирующего поставщика, это позволит компании сократить резервы по дебиторской задолженности. Компания рассчитывает получить позитивный финансовый результат по итогам 2013 г.

В электроэнергетике продолжаются процессы консолидации активов. Соответственно, высоки риски снижения доли миноритариев в результате проведения допэмиссий. Принятие регулятором четких правил игры помогло бы кардинально улучшить отношение инвесторов к отрасли и вызвать значительный приток частных инвестиций.

Государственное регулирование тарифов

Пробуксовка рыночных реформ вынуждает государство прибегать к использованию административных рычагов управления. ФСТ замораживает тарифы на передачу электроэнергии, а также тарифы на тепло и свет для населения. Правительство отказалось проводить индексацию тарифов в июне 2014 г. и переносит на июнь 2015 г. В последующие два года индексация будет проводиться с учетом инфляции предшествующего года.

В целом новая тарифная политика властей обернется для энергетиков замедлением темпов роста выручки и снижением получаемой прибыли. Крайними в условиях замораживания оптовых цен на электроэнергию могут оказаться предприятия сетевого комплекса, поскольку издержки генерации могут быть переложены на распределительный сегмент.



Пересмотр инвестиционных программ

Правительство России также может ограничить объемы инвестпрограмм энергокомпаний с тем, чтобы не перекладывать на потребителей излишнюю нагрузку в текущей непростой ситуации в отечественной экономике. В результате этих мер весьма вероятно очередная корректировка ключевых механизмов привлечения инвестиций в отрасль. В первую очередь это касается условий договоров на поставку мощности и параметров регулирования электросетевого комплекса по методу доходности на вложенный капитал.

Неплатежи

В числе острых проблем в энергетике остается проблема неплатежей и непрозрачность инвестиционных программ, особенно на низовом уровне. Затягивание ситуации с неплатежами на розничном рынке может положить конец идее развития рыночной конкуренции и привести к слиянию функций передачи и сбыта электроэнергии в рамках единых крупных распределительных компаний.

■ Инвестиционные идеи-2014

Акции компаний электроэнергетики торгуются со значительным дисконтом к своей справедливой стоимости, которая составляет от 46% (RV) до 75% (FV). Покупка на нынешних ценовых уровнях с прицелом на долгосрочную (3-5 лет) перспективу представляется вполне оправданной. Имеющийся фундаментальный upside позволяет компенсировать возможные потери в случае дальнейшей пробуксовки структурных реформ отрасли. С учетом сохраняющихся проблем наименее рискованными представляются вложения в сектор генерации по сравнению с сетевым комплексом. Мы рекомендуем отдавать предпочтение акциям крупных системообразующих компаний, выступающие центрами консолидации энергоактивов и демонстрирующие устойчивую динамику развития. В числе наиболее перспективных мы выделяем акции РусГидро, ЭОН-Россия.

ЭОН-Россия: Компания по праву считается лидером отрасли. Акции компании демонстрируют высокую устойчивость к системным рискам и обладают высокой дивидендной доходностью (ок. 12%). В 2015 г. компания завершает масштабную инвестиционную программу в объеме \$3 млрд. по строительству новых парогазовых мощностей и находится сейчас в стадии поиска новых потенциальных инвестиционных возможностей, в т.ч. в сфере возобновляемой энергии и модернизации электросетей, что способно придать в перспективе новый импульс роста акциям ЭОН-Россия.

РусГидро: Компания занимает стратегические позиции в проектах развития энергетики Восточной Сибири и Дальнего Востока. В 2015 г. Русгидро планирует ввести в строй вторую очередь Благовещенской ТЭЦ, а в 2016 г. будет построена Нижне-Бурейская ГЭС. Крупнейшими проектами компании являются также строительство ТЭЦ в Советской Гавани, первой очереди Сахалинской ГРЭС-2 и Якутской ГРЭС-2. РусГидро приступило к строительству Верхне-Нарынского каскада ГЭС в Киргизии.

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

■ Факторы роста

После удорожания акций российских телекомов в 2013 г. потенциал их роста в 2014 г. будет ограничен еще и с учетом вялого восстановления отечественной экономики и намевшейся реорганизации телекоммуникационной отрасли после создания СП на базе активов Ростелекома и Теле2.

Структура выручки операторов «большой тройки» не претерпит значительных изменений в 2014 г. Как и прежде, основу выручки составят поступления от услуг мобильной голосовой связи, примерно 30% выручки придется на сегмент VAS-услуг. Такое положение дел сохранится вплоть до 2015 г., когда произойдет насыщение рынка мобильными Интернет-услугами, а проникновение ШПД в России увеличится от примерно 50% в настоящее время до 70%, в основном, за счет прироста в регионах и активных продаж новых мобильных устройств.

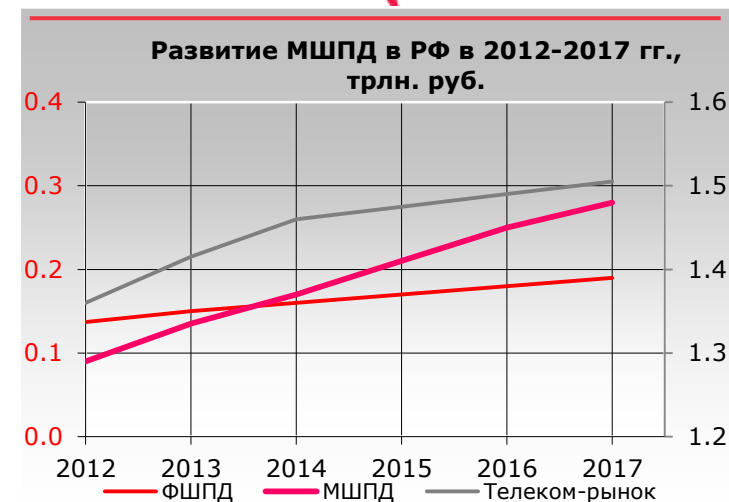
■ Проблемы и риски

Основные риски отрасли в 2014 г. будут сопряжены с продолжающимся развертыванием 3G и LTE сетей и связанными с этим затратами, которые потребуются для обеспечения обременений ГКРЧ при использовании операторами принципа технейтральности.

Введение принципа MNP с 1 декабря 2013 г. и создание СП Ростелекомом и Теле2 грозит сложившемуся в РФ телекоммуникационному рынку переделом. В настоящее время среди российских телекомов нет явного лидера, рыночные доли между игроками «большой тройки» поделены примерно поровну, а предоставляемые услуги и структуры расходов трех компаний в целом гомогенны по своему характеру. Таким образом, появление нового игрока федерального масштаба и введение принципа MNP способны нарушить негласное «перемирие», заключенное игроками «большой тройки» два года назад по окончанию ценовых и маркетинговых войн, которые негативно сказывались на маржинальных показателях, статьях расходов и дивидендных выплатах операторов.

■ Инвестиционные идеи-2014

Выбор фаворитов-2014 обусловлен отличительными особенностями операторов и степенью принятия инвесторами риска. Согласно нашей модели справедливой стоимости акции **МТС** в настоящее время торгуются практически на уровне Fair Value, при этом за год существенно сократился дисконт обыкновенных акций к АДР. Тем не менее, акции МТС остаются наиболее понятным и стабильным инвестиционным активом на рынке телекомов.



Источник: Минкомсвязь РФ



Источник: Минкомсвязь РФ

Инвестирование в ценные бумаги Мегафона, Ростелекома и VimpelCom сопряжено с повышенным риском. Мы советуем **«продавать» ГДР Мегафона**, т.к. они переоценены рынком и предполагают дальнейшее снижение цены с учетом относительно низкого показателя free-float и сокращения премии ГДР к обыкновенным акциям после выхода международных расчетных депозитариев Euroclear и Clearstream на российский рынок акций ориентировочно во 2 кв. 2014 г. Долгосрочные вложения в акции **VimpelCom** оправданы в случае разрешения ситуации вокруг алжирских активов VimpelCom и снижения долговой нагрузки группы. Однако для спекулятивно настроенных игроков сделки с бумагами оператора могут быть интересны в случае конвертации Telenor привилегированных акций VimpelCom в обыкновенные и возможного получения оператором листинга на одной из европейских бирж. Покупка акций **Ростелекома** оправдана в спекулятивных целях перед голосованием акционеров по вопросу выделения мобильных активов в СП с Теле2 и SPO казначейских и квазиказначейских акций Ростелекома в 2014 г.

ИТ-СЕКТОР

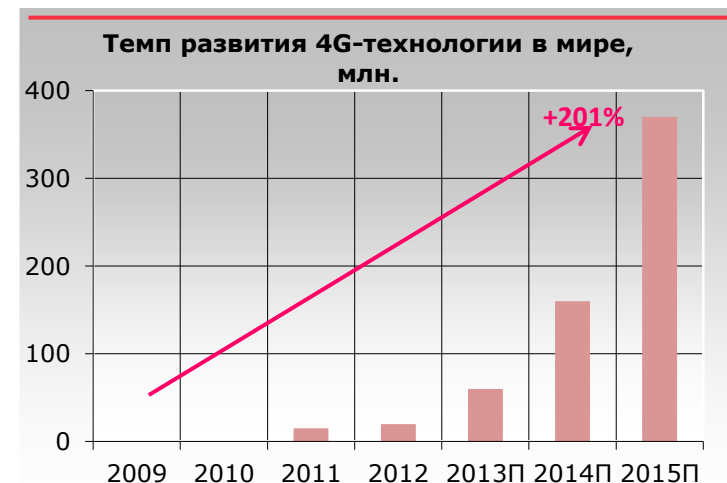
■ Факторы роста

Принципиальное значение для сектора будет по-прежнему иметь экономическая ситуация в стране, а для IBS Group – положение в экономике ряда европейских стран, в которых группа ведет бизнес. Замедление темпов роста отечественного ИТ-рынка продолжается на фоне финансовой нестабильности корпоративного сектора и роста сбережений населения в условиях экономической рецессии в РФ. Высокая стоимость кредитных ресурсов и высокие риски венчурного капитала продолжают тормозить развитие отечественных ИТ-компаний и ИТ-рынка в целом. При этом низкая ликвидность бумаг российских эмитентов вкупе с невысокой капитализацией компаний ведет к минимальному количеству сделок на рынке, повышенной волатильности бумаг и отсутствию интереса как со стороны долгосрочных инвесторов, так и спекулянтов.

■ Инвестиционные идеи-2014

Значимых драйверов роста акций Армады в 2014 г. не предвидится. Продажа переоцененных бумаг **IBS Group** разумна в преддверии выделения из IBS Group (не ранее июля 2014 г.) бизнесов Luxoft и системного интегратора IBS, после чего бумаги последнего будут размещены на ММББ и будет проведен делистинг акций IBS Group на Франкфуртской фондовой бирже. Альтернативно стоит держать акции IBS Group в расчете на получение долей в Luxoft и IBS пропорционально участию в капитале материнского холдинга.

Российский телекоммуникационный сектор в течение 2013 г. являлся одним из лидеров рынка: отраслевой индекс *Infin Telecom, IT & Media* повысился на 29,7%. На фоне снижения композитных фондовых индикаторов РФ по итогам года акции телекоммуникационного сектора полностью оправдали свое предназначение быть «защитными» активами, обеспечивая годовой рост на уровне 5-7%, удерживая показатель *EBITDA* в среднем на уровне 40% и гарантируя инвесторам высокие дивидендные выплаты. Помимо защитных свойств причиной роста котировок российских телекомов явилась их частичная недооцененность по сравнению с зарубежными аналогами.



Источник: Минкомсвязь РФ

МЕДИА И ИНТЕРНЕТ

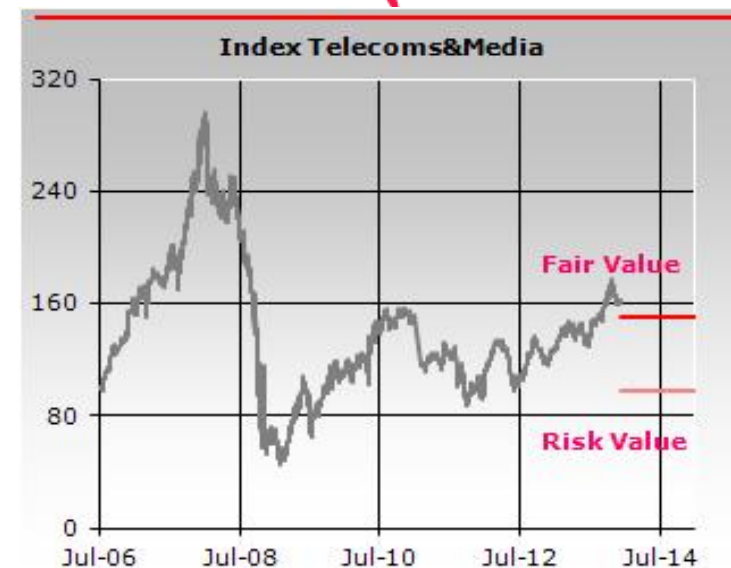
■ Факторы роста

Продолжающееся перераспределение рыночных долей и рекламных бюджетов в пользу онлайн-рекламы, а также повышенная резистентность Интернет-компаний к ухудшающейся экономической ситуации в стране обеспечивает отечественным Интернет-компаниям относительно стабильное финансовое положение (рентабельность по OIBDA на уровне 40% в среднем). Основными источниками выручки Интернет-компаний по-прежнему будут доходы от размещения рекламы, IVAS-услуг и MMO-сервисов; новые способы монетизации услуг также помогут поддерживать выручку на стабильном уровне.

Позиции СТС-Медиа могут улучшиться в силу изменения стратегии ведения бизнеса компании и большей сфокусированности на Интернет-сервисах, а также положительного синергетического эффекта от слияния с прочими активами Ю. Ковальчука.

■ Инвестиционные идеи-2014

Рыночная цена расписок СТС Медиа близка к своей справедливой стоимости, поэтому потенциал роста котировок в 2014 г. будет ограниченным. Расписки Yandex и Mail.Ru переоценены рынком и отличаются крайней волатильностью. Тем не менее, фаворитом остается **Yandex Group**, которая занимает наиболее прочные рыночные позиции, демонстрирует сильные финансовые показатели и реализует успешную бизнес-стратегию. Однако инвестиции в ценные бумаги Yandex находятся под угрозой рисков дальнейшей международной экспансии и потенциальных M&A. Сделки с бумагами **Mail.Ru** могут быть интересны в спекулятивных целях с учетом продажи долей в Интернет-сервисах «ВКонтакте» и Qiwi, а также на ожиданиях выплаты спецдивидендов.



ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

■ Макроэкономическая конъюнктура

В течение 2013 г. основной отраслью, сдерживающей негативное влияние падения производства в промышленности и строительстве на состояние российской экономики, являлась розничная торговля и сектор платных услуг населению. В январе-октябре 2013 г. рост оборота розничной торговли сохранил положительную динамику (+3,8%), однако замедлился по сравнению с прошлогодним темпом (+6,1%), что было вызвано, вероятнее всего, увеличением сбережений со стороны домашних хозяйств. За январь-сентябрь 2013 г. реальные доходы населения увеличились на 3,6%, а реальная заработная плата – на 5,9% (год-к-году). Однако ускорение динамики реальной заработной платы со 2 кв. 2013 г. оказалось недостаточным, чтобы стимулировать рост оборота розничной торговли. Кроме того, со 2 кв. 2013 г. происходило замедление темпов роста реальных доходов населения. В последние два года увеличение оборота розничной торговли во многом было обусловлено существенным возрастанием потребительского кредитования.

В текущем году компании потребительского сектора демонстрируют устойчивый рост. По итогам 9 мес. 2013 г. выручка публичных продуктовых ритейлеров выросла год-к-году на 20%-30%, а в целом за 2013 г. Магнит может показать рост на 28%, Дикси – 23%, Окей – 20%, МВидео – 15%.

■ Факторы роста

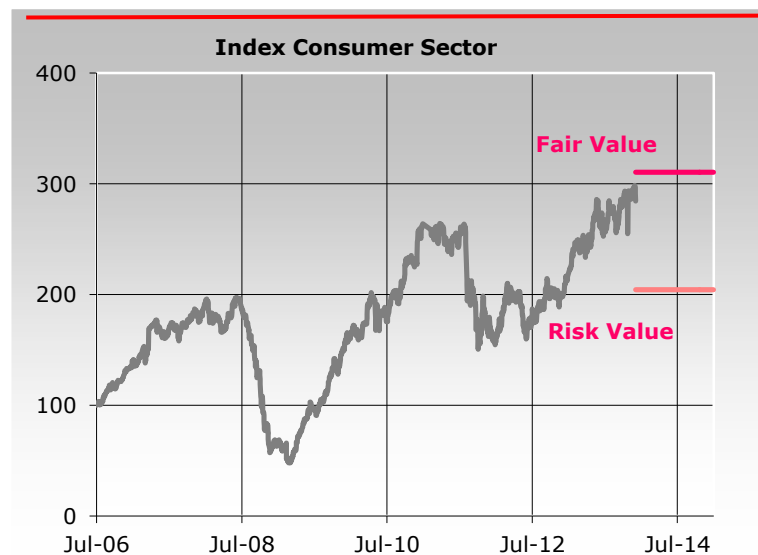
Низкая консолидация (характерна для продуктового и аптечного ритейла) отрасли

На долю продуктовых розничных сетей в РФ приходится порядка 20%, что крайне низко по сравнению с развитыми странами, где уровень современных форматов торговли может достигать 70-90%. По субиндексам зрелости рынка и скорости насыщения рынка, отражающим степень насыщенности спроса населения на услуги сетевой розницы, Россия (37,4 п.) существенно отстает от мировых лидеров.

Фармацевтический рынок России входит в десятку крупнейших фармрынков мира. По темпам роста Россия показывает третье значение в мире, однако от средневропейского уровня потребления лекарственных препаратов отстает в 3 раза, от американского – в 5 раз.

Активизация IPO

О планах выхода на биржу в 2014 г. заявили сразу несколько ритейлеров: Детский мир (середина 2014 г., LSE), сеть гипермаркетов Лента (первая половина 2014 г., LSE), Метро кэш энд керри (вторая половина 2014 г.). Высокий интерес инвесторов к компаниям в ходе IPO и расширение перечня публичных эмитентов позитивно как для потребсектора в частности, так и для российского фондового рынка в целом.



Государственные субсидии и дотации компаниям АПК

Совокупные расходы на сельское хозяйство в 2014-2016 гг. в целом сократятся на 25,4 млрд. руб., однако при этом в 2014 г. госпрограмма поддержки, напротив, увеличится на 5,5 млрд. руб. от изначально предусмотренных параметров. В 2014 г. на сельское хозяйство может быть выделено 167,8 млрд. руб. Кроме этого после годичного перерыва Министерство сельского хозяйства возобновляет работу по утверждению субсидирования процентных ставок аграриям, взявшим кредиты на развитие производства, а также в ноябре 2013 г. приступило к перечислению траншей по прошлогодним субсидиям.

■ Проблемы и риски

Снижение темпов роста бизнеса

Розничным сетям в следующем году вряд ли удастся сохранить темпы развития, которые они демонстрировали на протяжении 2013 г., с одной стороны, из-за макроэкономических рисков, связанных с замедлением роста экономики страны в целом, с другой – по причине внутренних сдерживающих факторов. В 2014 г. мы ожидаем негативной динамики основных факторов, формирующих потребительские расходы: снижения реальных располагаемых доходов и сокращения розничного банковского кредитования, а также замедления темпов инфляции. Рост выручки у компаний потребсатора будет достигаться в основном за счет расширения сети и внедрения новых форматов торговли.

Давление на прибыль, рост издержек

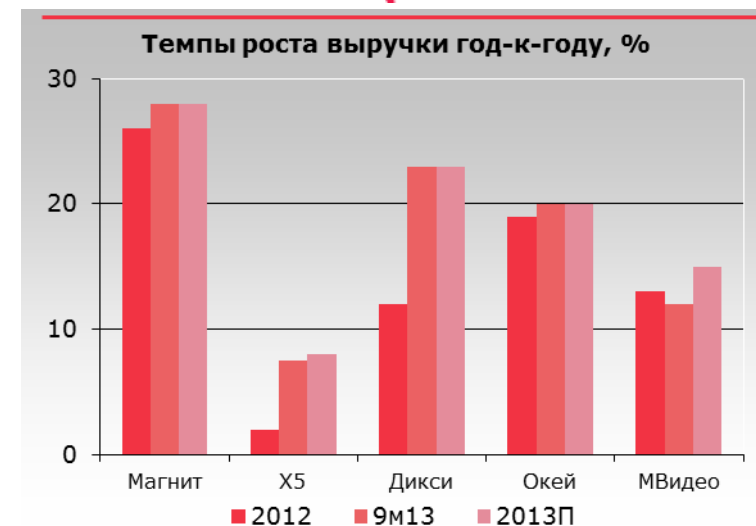
Полагаем, что показатели рентабельности вряд ли повысятся, так как расходы на персонал (в том числе за счет понижения квот на мигрантов) и аренду в будущем продолжат расти темпами, опережающими рост производительности труда в торговле.

Конкуренция

Усиление конкуренции характерно для всех сегментов розничной торговли по мере приближения российского розничного ритейла к стадиям зрелости и насыщения, причем как со стороны отраслевых конкурентов, так и со стороны он-лайн торговли. Эта проблема наиболее актуальна для сектора электроники и бытовой техники (МВидео).

■ Инвестиционные идеи-2014

Мы полагаем, что в 2014 г. даже несмотря на слабое восстановление макроэкономических показателей в ситуации повышенной волатильности на фондовых площадках или в случае негативного сценария их развития акции компаний потребительского сектора сохранят свою инвестиционную привлекательность в качестве защитных бумаг. Наши фавориты в секторе: **Дикси** (существенное улучшение позиций на рынке, планы по удвоению выручки и количества магазинов в 2014-2015 гг., отличные показатели like-for-like продаж, но низкая рентабельность и высокая долговая нагрузка), **Магнит** (лидер рынка, стабильный рост бизнеса, планы росту магазинов в 2,5 раза, комфортные долги, положительная дивидендная история, высокая ликвидность акций).



ХИМИЯ И НЕФТЕХИМИЯ

■ Ситуация в отрасли

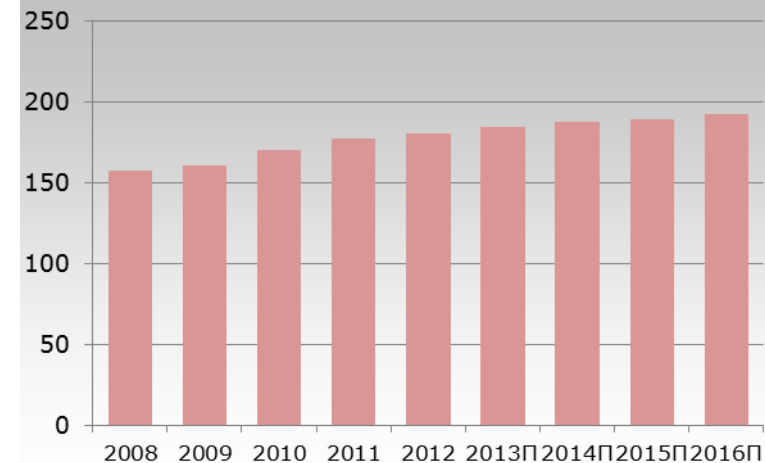
Мировое потребление минеральных удобрений в последние годы неуклонно росло. По оценкам IFA, за 5 лет потребление удобрений увеличилось на 14%, наибольшими темпами повышался спрос на фосфорные и калийные удобрения, слабее растет потребление азотных удобрений. Для отрасли минеральных удобрений 2013 г. стал годом несбывшихся надежд. Рассчитывая на рост глобального спроса на свою продукцию, производители ожидали, что рекордные цены на сельскохозяйственную продукцию приведут к повышению активности фермеров. Сохранению негативной ценовой конъюнктуры на рынке в 2013 г. способствовали следующие факторы: рекордные объемы экспорта из Китая, снижение покупательской активности в Индии из-за девальвации национальной валюты и отсутствия стимулирующих субсидий, отказ Китая от заключения долгосрочных контрактов, изменение маркетинговой стратегии Уралкалием и его конфликт с Белоруссией. По итогам 9 мес. 2013 г. производство товарной продукции Уралкалия сократилось на 2,7%, Фосагро – выросло на 8,6%, Акрона – на 6%, а спот-цены на удобрения в течение всего периода сохранялись на уровне ниже себестоимости маржинальных производителей.

■ Факторы роста

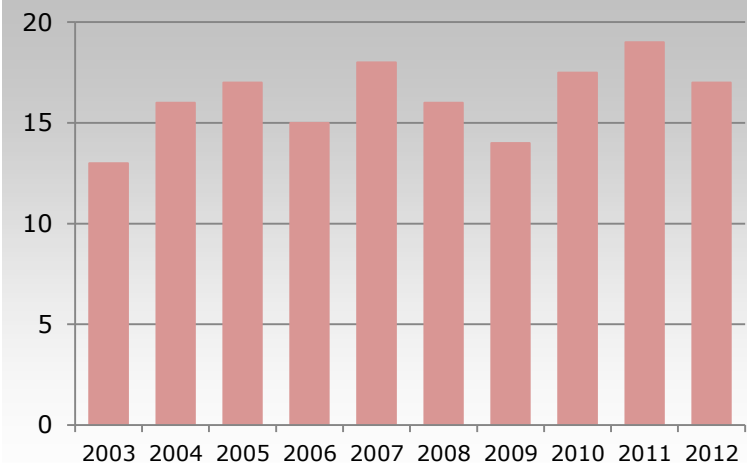
Производство минеральных удобрений ориентировано на экспорт: более 70% произведенных в России удобрений продается на внешних рынках. Стабильному спросу на внутреннем рынке будут способствовать **инициативы государства** по поддержке агропромышленного комплекса страны. Утверждены «Государственная программа развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2013-2020 гг.», «Доктрина продовольственной безопасности РФ», ФЦП «Устойчивое развитие сельских территорий на 2014-2017 гг. и на период до 2020 г.». Реализация данных программ направлена, в первую очередь, на модернизацию АПК, повышение конкурентоспособности российской сельхозпродукции на внутреннем и внешнем рынках в рамках вступления России в ВТО, укрепление финансовой устойчивости предприятий АПК, а, в конечном счете, приведет к росту спроса на минеральные удобрения.

В предкризисные годы в ответ на растущие потребности мирового рынка в удобрениях производители запустили ряд проектов строительства новых мощностей. На ближайшие годы в мире были запланированы к введению в эксплуатацию порядка 250 производств, в том числе 40 новых калийных проектов, 30-35 проектов по добыче фосфорной руды, что к 2016 г. (при условии реализации всех запланированных проектов в срок) могло привести к профи-

Потребление минудобрений в мире, млн. тонн



Производство минудобрений в России, млн. тонн



циту производства аммиака и карбамида на 11%, фосфорной кислоты – на 9%, калийных удобрений – на 40%. В современных условиях обвала цен многие из этих проектов закрыты, или их реализация сдвинута на более поздние сроки. Это в определенной степени поможет скорректировать сложившуюся на рынке минеральных удобрений (в особенности калийных) тенденцию роста предложения темпами, опережающими спрос. В краткосрочной перспективе рынок удобрений, вероятнее всего, будет относительно сбалансированным, в долгосрочной – с тенденцией к сокращению избытка предложения.

Долгосрочные факторы роста

Увеличение численности населения планеты, рост мировой экономики и доходов в развивающихся странах, растущий спрос на продовольствие и возобновляемые источники энергии (биотопливо), снижение посевных площадей на душу населения, вызывающие необходимость повышения урожайности.

Краткосрочные факторы роста

Закрытие «экспортного окна» для Китая; благоприятные климатические условия в странах-аграриях; развитие государственного субсидирования сельскохозяйственного рынка в странах Африки; рост цен на зерновые и масличные культуры; восстановление спроса в Индии – крупнейшем рынке сбыта минеральных удобрений в мире в результате укрепления рупии, пересмотра весной 2014 г. ориентиров программы субсидирования новым индийским правительством, восполнения запасов минеральных удобрений у фермеров страны, которые сейчас находятся на рекордных минимумах.

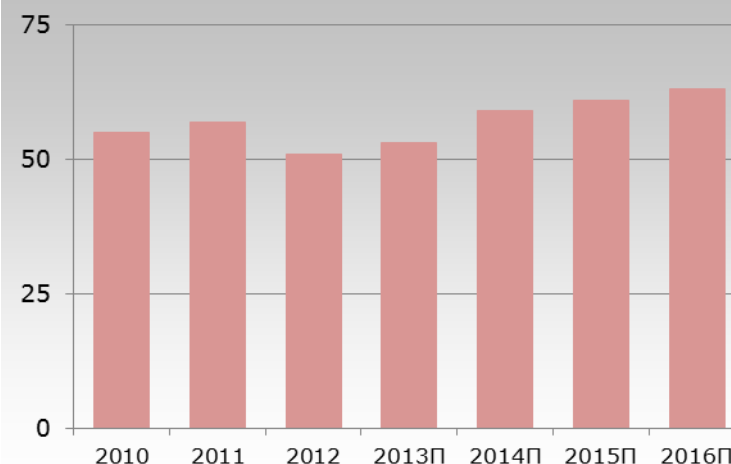
■ Проблемы и риски

Цены на удобрения очень волатильны, так как связаны с непредсказуемостью мирового рынка удобрений и определяются, с одной стороны, спросом основных стран-потребителей, который формируется под воздействием ряда факторов политического, климатического и макроэкономического характера, а с другой – стратегией самих производителей. Основные риски мы видим в низком спросе на удобрения в Индии, Бразилии и Западной Европе, отказе основных покупателей от заключения долгосрочных соглашений и постепенном переходе на спот-рынок, демпинге со стороны Китая, росте мировых цен на сырье для производства удобрений (в частности на природный газ и фосфатную руду).

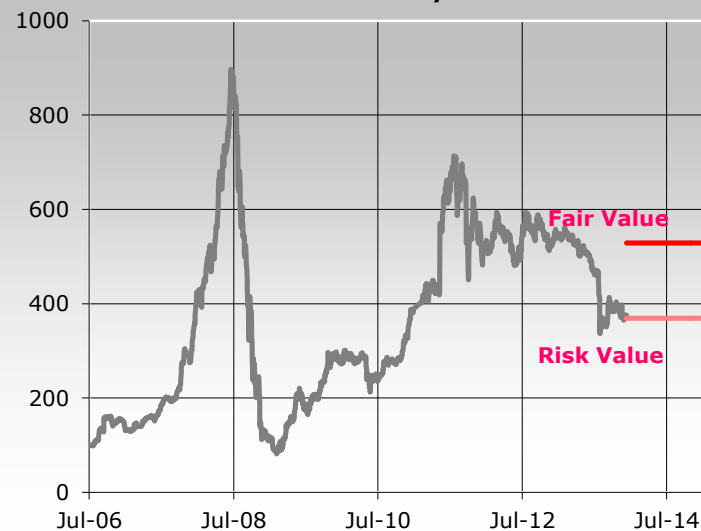
■ Инвестиционные идеи-2014

Лучшими идеями в отрасли мы считаем акции **Уралкалия** и ГДР **Фосагро**, которые станут бенефициарами восстановления спроса и улучшения ценовой конъюнктуры на мировом рынке удобрений. Полагаем, новые акционеры Уралкалия (40% мировых продаж в 2012 г.) смогут найти пути для возобновления сотрудничества с БКК, что поможет компании стабилизировать финансовое положение, а Фосагро (2-й по величине в Европе производитель NPK) в случае успешной реализации стратегии развития станет крупнейшим мировым производителем комплексных удобрений.

Продажи калия в мире, млн. тонн



Index Chemistry



ТРАНСПОРТ

■ Ситуация в отрасли

Затянувшиеся кризисные явления в экономике отражаются на состоянии транспортной отрасли. Грузооборот транспорта в РФ в январе-октябре 2013 г. увеличился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 0,3% и составил 4,2 трлн. т-км. В том числе грузооборот железнодорожного транспорта сократился на 2,2%, морского – на 6%, воздушного – на 0,5%, перевозки автомобильным транспортом, наоборот, выросли на 1,2%. Объемы перевалки в морских портах растут слабо. Их грузооборот за 11 мес. 2013 г. увеличился на 3,5% по сравнению с аналогичным периодом 2012 г. и составил 538,5 млн. т, экспортных грузов перегружено 420,8 млн. т, что на 2,5% больше аналогичного периода прошлого года, импортных грузов – 42,4 млн. т (+2,6%). По итогам прошлого года был зафиксирован рост на 5,6%, в 2011 г. – на 1,8%, в 2010 г. – на 5,9%, в 2009 г. – на 9,2%. В тоже время российский рынок авиаперевозок, несмотря на стагнацию отечественной экономики, демонстрирует стабильный рост. По итогам 11 мес. 2013 г. суммарный пассажирооборот увеличился на 15,2%.

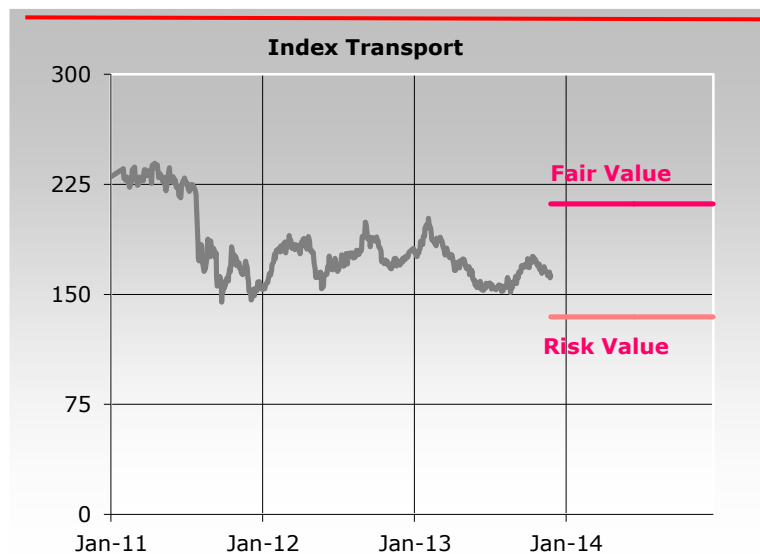
■ Факторы роста

Масштабные капвложения

Концепцией долгосрочного социально-экономического развития РФ на период до 2020 г. предусмотрен рост инвестиций в развитие транспортной системы на уровне 4%–4,5% ВВП, плюс дополнительно транспортная инфраструктура нуждается в привлечении €120 млрд. частных инвестиций в этот период. Объем инвестиций в железнодорожный транспорт в следующие три года составят 1 трлн. руб., в дорожное строительство – 800 млрд. руб., в морской транспорт – порядка 100 млрд. руб. В транспортную инфраструктуру будет вложено 10 трлн. руб. в ближайшие шесть лет. Приоритетные проекты: освоение Северного морского пути в рамках расширения влияния РФ в Арктике, модернизация БАМа и Транссиба, развитие Дальневосточного транспортного узла.

Расширение государственно-частного партнерства

На данный момент реализуются два проекта с использованием механизма ГЧП: проект «12-тонников» и строительство автодорожного мостового перехода через реку Лену в районе г. Якутска. В последующем в рамках расширения ГЧП предусмотрено строительство к 2020 г. 1,5 тыс. км платных автодорог. Для более эффективной реализации подобных партнерств в ближайшее время необходимо решить ряд принципиальных вопросов, как связанных с решением нормативных сложностей, так и с выработкой подходов по организации конкурсной деятельности, структурированию проектов, оптимизацией распределения рисков, выбором правильной модели финансирования.



Либерализация рынка локомотивной тяги

В целях реформирования российской железной дороги и выстраивания новой, построенной по европейскому принципу модели функционирования железнодорожного транспорта в стране, в ближайшие месяцы будет принято решение о целесообразности либерализации локомотивной тяги. Эксперимент проводится в рамках Целевой модели рынка грузовых железнодорожных перевозок до 2015 г. Либерализация будет способствовать росту инвестиций в производство тепловозов и электровозов, повышению конкуренции на рынке перевозок, снижению изношенности локомотивного парка, росту эффективности использования локомотивов.

Развитие авиационного транспорта

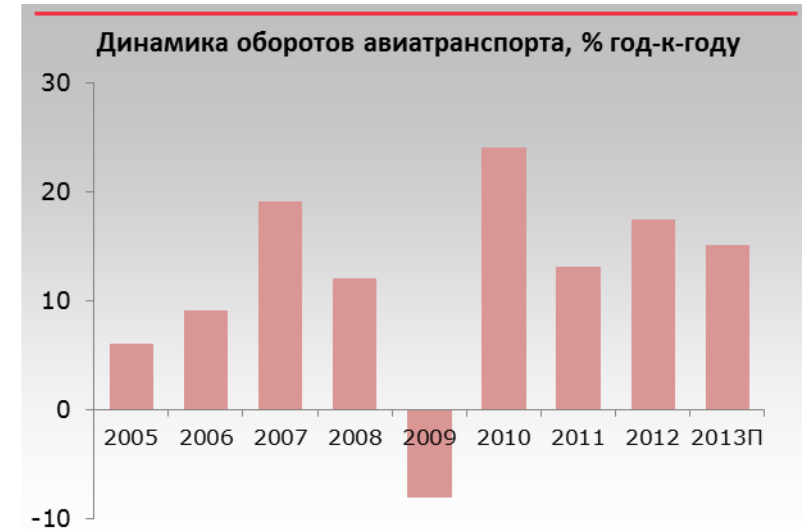
Основными трендами в секторе отечественных авиаперевозок, способными вызвать рост рынка, являются государственная поддержка региональных авиаперевозок (разработаны дорожные карты, новые федеральные программы субсидирования); активизация деятельности по развитию бюджетных перевозок (изменение законодательства в целях создания эффективной системы нормативного регулирования лоукостеров, заявления о запуске проектов лоукостеров Аэрофлотом и Ютэйр); временное обнуление таможенных пошлин и НДС на импортные грузовые самолеты; начало кардинальной реформы системы подготовки кадров (привлечение иностранных пилотов, создание авиашкол, гарантии по оплате труда).

■ Проблемы и риски

Оценивая состояние транспортной системы России в целом, можно выделить следующие наиболее актуальные проблемы и риски: избыточное присутствие государства и госрегулирования в отдельных видах транспортной деятельности, слабая эффективность реформ в секторе железнодорожного транспорта, значительные региональные несоответствия в развитии транспортной сети, своевременное недофинансирование транспортной инфраструктуры, влекущее за собой недостаточное воспроизводство основных фондов и инновации, низкая экономическая эффективность транспортных компаний и как следствие – их непривлекательность в качестве объекта инвестиций и предпринимательства. В текущих рыночных условиях инвесторы рассматривают транспортную отрасль как наиболее рисковую и отказываются от инвестиций. Многие проекты и IPO инфраструктурных компаний отложены до лучших времен, в расчете на восстановление экономики и фондового рынка.

■ Инвестиционные идеи-2014

Нашим фаворит в секторе является **Аэрофлот**, отличающийся устойчивыми темпами роста бизнеса, сильным финансовым положением, понятной стратегией развития. В 2016-2018 гг. компания планирует получить 35 самолетов Airbus A320B и в 2014 г. – 6 Boeing. Запланированное на следующий год 10%-ное SPO увеличит free float акций и повысит их ликвидность.



ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ-2014

<i>Отрасль</i>	<i>Эмитент</i>	<i>Last Price, \$</i> <i>13 дек. 2013</i>	<i>Fair Value, \$</i>	<i>Risk Value, \$</i>
Телекоммуникации, ИТ, Медиа и Интернет	Yandex Group	38,21	33,8	25,0
	МТС	20,02	19,9	12,4
Потребительский сектор	Магнит	275,5	251	175
	Дикси	12,44	19,3	11,6
Металлургия	ГМК Норильский Никель	155,1	151,3	108,2
	Северсталь	9,10	9,8	6,3
Нефть и Газ	Газпром	4,04	6,7	4,9
	ЛУКОЙЛ	60,8	73,7	54,1
	Транснефть	2615	2800	1870
	Новатэк	12,2	15,1	10,8
Электроэнергетика	РусГидро	0,56 RUR	0,69 RUR	0,37 RUR
	ЭОН Россия	2,37 RUR	3,32 RUR	2,57 RUR
Транспорт	Аэрофлот	2,33	2,32	1,78
Химия	Уралкалий	5,09	6,8	4,8
	Фосагро	9,64	12,5	8,5
Банки	Сбербанк	3,01	3,75	3,34

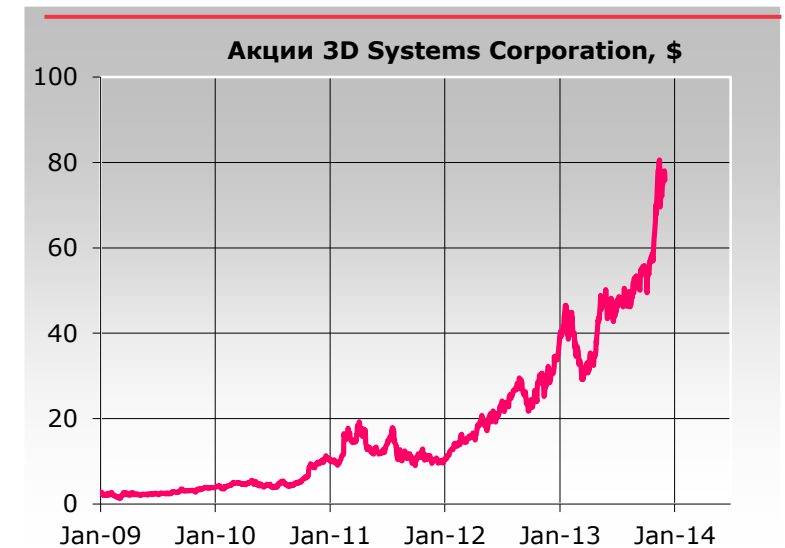
BEST BET I 3D-ПРИНТЕРЫ

Краткое описание: 3D-принтер – это устройство вывода данных виртуальной 3D-модели. Фактически любая трехмерная модель, которая была спроектирована в CAD-системе и экспортированная из пакета 3D-моделирования, сколь угодно сложная, может быть построена (выращена) на 3D-принтере. В целях макетирования используют дизайнерские, медицинские, инженерные, математические и прочие 3D-программы. Среди обычных способов 3D печати можно выделить стереолитографию (SLA), лазерное спекание (LS), электронно-лучевую плавку (EBM), моделирование методом наплавления (FDM), изготовление методом ламинирования (LOM) и пр.

Первым устройством для создания 3D-прототипов была американская SLA-установка, разработанная и запатентованная основателем компании 3D Systems Чарльзом Халлом в 1986 г. и использующая стереолитографию. Следующий этап развития 3D-печати начался в 1993 г. с созданием компании Solidscape, производящей струйные принтеры, в 1995 г. эта модель была модифицирована в струйный принтер, создающий объемные изображения в специальной емкости. Собственно, тогда и появилось понятие 3D-печать (создание 3D-объектов путем наплавления слоев с помощью аддитивного материала и электронного файла) и первый 3D-принтер. Метод был запатентован и теперь используется компаниями Z Corporation и ExOne, которые до сих пор производят 3D-принтеры, использующие эту технологию. Следующим прорывом стало появление технологии PolyJet, основанной на использовании фотополимерного жидкого пластика. Современные технологии позволяют с высокой точностью, с наименьшими затратами и в кратчайшие сроки создавать 3D-модели, которые отличаются высокой прочностью и могут применяться в качестве готовых изделий. Среди ключевых фигур рынка необходимо отметить 3D Systems, Stratasys, ExOne, Optomec (США), Arcam (Швеция), EnvisionTEC, EOS, microTEC (Германия) Layerwise и Materialise (Бельгия).

Сферы применения: Технология 3D-печати используется в промышленном дизайне, архитектуре и строительстве, в автомобильной, аэрокосмической, медицинской, радиоэлектронной промышленности, в сфере образования, информационных систем, гражданского строительства, для изготовления ювелирных изделий, моделирования обуви и одежды и многих других областях. Интересны новые разработки, касающиеся использования 3D-технологий для создания предметов и деталей домашнего обихода, в пищевой и деревообрабатывающей промышленности. Все большую популярность набирает применение 3D-печати при создании медицинских протезов, например, зубных. В дальнейшем вероятно создание органических тканей, а возможно и целых органов. Технологию 3D-

В период, когда ситуация в мировой экономике все больше ассоциируется с известной картиной М.А. Васнецова «Витязь на распутье», инвестиции в надежные традиционные инструменты способны сохранить, но не преумножить капитал. В качестве альтернативы, мы предлагаем несколько вариантов вложений в активы, которые сегодня могут показаться рискованными, но в перспективе смелые инвестиционные решения способны принести хорошую прибыль – Best Bet. Best Bet – лучшая ставка, оптимальное решение в игре. Ставка, от которой можно ожидать, что она принесет максимальную прибыль на длинной дистанции в сходных ситуациях.



Компания 3D Systems была основана в 1986 г., штаб-квартира находится в Рок-Хилл, штат Южная Каролина. Акции 3D Systems обращаются на NYSE, капитализация компании составляет порядка \$7,98 млрд., диапазон стоимости 1 акции в последнее время \$76,12-\$79,69 (\$35,57 за акцию по состоянию на 31 декабря 2012 г.).

печати в течение ближайших лет планируют использовать для колонизации Луны, где с ее помощью собираются строить здания.

Факторы роста: Совершенствование технологий и создание новых моделей существенно расширит как сферы использования 3D-принтеров, так и круг потенциальных пользователей. Согласно исследованию компании MarketsandMarkets, среднегодовой рост рынка 3D-печати до 2020 г. составит порядка 23%, а объем выручки к этому времени увеличится до \$8,4 млрд. Драйверами роста станут расширение возможностей применения 3D-технологий в медицине, строительстве, военной промышленности; выделение правительственных субсидий (в частности, на военные и космические проекты); выход на рынок новых мега-игроков (недавно появилась информация о том, что Apple рассматривает возможность приобретения компании, производящей 3D-принтеры); развитие пользовательского сегмента «plug-and-play»; рост интереса к 3D-технологиям в странах АТР; нашествие инопланетян.

Факторы риска: Замедление темпов роста мировой экономики и снижение деловой активности; сокращение государственного финансирования научно-исследовательской деятельности; узость рынка; зависимость компаний-производителей от финансового состояния крупных заказчиков, таких как Apple, Samsung, Airbus, Boeing, General Electric, Hundai motors, Nokia, Motorola, 3M, IBM, Mitsubishi, Ford, Nike, BMW, и пр. при крайне слабом охвате частного сегмента рынка, т.к. большинство флагманов отрасли в настоящее время работают в формате «B2B».

Торговые площадки и эмитенты: Акции компаний, производящих 3D-принтеры, торгуются на фондовых биржах США. Лидерами отрасли являются **3D Systems Corporation** (DDD) и **Stratasys Ltd.** (SSYS).

3D Systems разрабатывает, производит и продает профессиональные, промышленные и персональные 3D-принтеры, а также расходные материалы к ним. Услугами компании в первую очередь пользуются производители оборонной, технологической, автомобильной и аэрокосмической отраслей, генерирующие для компании основной объем прибыли. В то же время, за последний год рынок пользовательских принтеров компании, благодаря выпуску дешевого 3D-принтера Cube (1500€) и запуску онлайн-платформы Cubify.com, с помощью которой конечные пользователи могут обмениваться 3D-моделями и заказывать их изготовление, вырос на 333% (рост для промышленных и коммерческих устройств составил 78%), в ближайшие несколько лет компания намерена активно развивать данное направление.

Установки компании **Stratasys** активно используются ведущими мировыми производителями в автомобильной, авиационной, медицинской, радиоэлектронной промышленности, производителями бытовой техники. В июле 2013 г. Stratasys поглотила профильный стартап MakerBot, в результате чего добавила в свою «корзину» розничный магазин, стратегическое партнерство с Autodesk, Adafruit, Nokia, OUYA, Музеем современного искусства и Amazon.



Компания Stratasys была образована в 2012 году путем слияния Stratasys Inc. и Objet Ltd., специализируется на производстве 3D-принтеров и материалов для прототипирования.

Акции Stratasys торгуются на NASDAQ, капитализация компании составляет порядка \$5,97 млрд., диапазон стоимости 1 акции в последнее время \$120,23-124,81 (\$80,15 за акцию по состоянию на 31 декабря 2012 г.).

BEST BET II BITCOIN

Краткое описание: Электронная валюта (криптовалюта), основанная на принципе P2P (peer-to-peer), означающим, что в данной системе нет центральной власти, которая эмитирует деньги или контролирует транзакции, т.к. эти задачи выполняются коллективно всеми узлами сети. Создана в 2009 г. неким виртуальным японцем Сатоси Накамото (скорее всего, под этим именем скрывается группа лиц) для интернет-сделок. Название Bitcoin применяется к программному обеспечению (кошелек), сети и монете (BTC), которая имеет хождение в этой сети. Bitcoin-адрес можно сравнить с банковским счетом, на котором можно хранить BTC и совершать операции с ними, безопасность обеспечивается за счет криптографии с открытым ключом. Все Bitcoin-адреса являются псевдонимами. Биткоины могут быть выпущены лишь с использованием мощных компьютеров методом решения сложных математических задач. Эмиссия Bitcoin ограничена, запрограммирована, общее количество денежных единиц не может превысить 21 млн. BTC. Объем увеличивается в виде суммы убывающей геометрической прогрессии и приближается к максимальному значению асимптотически. В принципе сгенерировать биткоин может любой владелец достаточно мощного компьютера, при помощи специального софта, но учитывая все возрастающую сложность майнинга, заниматься им в одиночку становится все сложнее. В связи с этим появились сервисы коллективного майнинга, такие как ASICMINER или Bit-miner.com, предоставляющие долевое участие в использовании вычислительных мощностей. Среди преимуществ криптовалюты можно выделить ее децентрализованность, ограниченность монет в сети (деинфляционная модель), анонимность платежей, а также крайне низкие транзакционные издержки.

При запуске системы 1 BTC стоил 5 центов США, в начале 2013 г. за 1 BTC давали порядка \$20, после закрытия 2 октября сайта Silk Road, на котором продавались наркотики и иные запрещенные товары, криптовалюта стала прибавлять в цене, а 18 ноября 2013 г., после того, как комитет сената США по госбезопасности признал виртуальную валюту законной услугой в сфере финансов, курс BTC впервые превысил \$900, а в последующие дни протестировал отметку \$1000. Посмотреть текущий курс можно на сайте CoinDesk.com – компании, которая рассчитывает среднюю цену BTC на разных биржах.

Успех Bitcoin подогревает ажиотажный интерес к виртуальным валютам, в результате чего уже появилась свыше 80 клонов, среди которых можно выделить Litecoin, который некоторые пользователи считают основным конкурентом Bitcoin, а также Namecoin, Novacoin, PPcoin, Terracoin, Quarkcoin.



Пользователь может зарегистрировать свой аккаунт на любой из бирж. Для приобретения BTC в России сейчас удобнее всего использовать биржу btc-e.com, однако наиболее надежной представляется токийская Mt.Gox. В марте 2014 г. планируется запуск Fidor bank Russia – СП немецкого онлайн-банка Fidor Bank AG (в начале октября стал первым регулируемым банком, предлагающим операции с BTC) и российского венчурного фонда «Лайф.СРЕДА», в рамках которого в России станет возможным покупать, продавать и рассчитываться BTC.

Факторы роста: Расширяющиеся возможности обмена BTC на реальные деньги, а также возможность совершать крупные сделки купли земельных участков и недвижимости; дальнейшее расширение перечня компаний, принимающих BTC в счет оплаты товаров и услуг (в настоящее время расплатиться BTC можно в WordPress.com, The Pirate Bay, Reddit, а также в десятках тысяч онлайн-и офлайн-сервисов по всему миру, для любителей пощекотать нервы можно выделить покер-румы, принимающие биткоин: Infiniti Poker, Seals With Clubs, WinPoker (iPoker) и RedStar (Revolution), планами по внедрению биткоинов поделился Lock Poker); дальнейший рост спроса со стороны китайских пользователей, а также венчурных инвесторов (так, частный проект Bitcoin Investment Trust, инвестирующий только в BTC за ноябрь заработал на росте курса \$15 млн., хотя ранее планировал по итогам года получить всего \$10 млн. прибыли); повышение доверия к валюте после возможного принятия мер по регулированию рынка BTC.

Факторы риска: Высокая волатильность; отсутствие регулирования, возможные репрессивные действия властей (5 декабря НБ Китая в моменте обвалил курс BTC на 30%, запретив финансовым компаниям операции с Bitcoin, публиковать его котировки или страховать связанные с ним финансовые продукты, на физических лиц данный запрет не распространяется); конкуренция со стороны других виртуальных валют; воровство (в конце октября бесследно «испарился» китайский обменник GBL вместе с \$4,1 млн. в BTC, следом \$1,2 млн. были похищены из австралийского хранилища inputs.io, платежный сервис BIPS подвергся DDoS-атаке и потерял \$1 млн., в начале декабря стало известно о приостановке работы подпольной онлайн-биржи Sheep Marketplace, у пользователей которой по официальной версии украли BTC на \$5 млн., а, по оценке независимых экспертов, украдено может быть порядка \$100 млн., причем пользователи Sheep Marketplace подозревают, что деньги похитили сами владельцы сайта, личный компьютер также может быть атакован хакерами, а, учитывая, что ключевое отличие BTC от обычной валюты заключается в том, что совершенные транзакции невозможно отменить, возможность вернуть украденные деньги равна нулю); нашествие инопланетян.

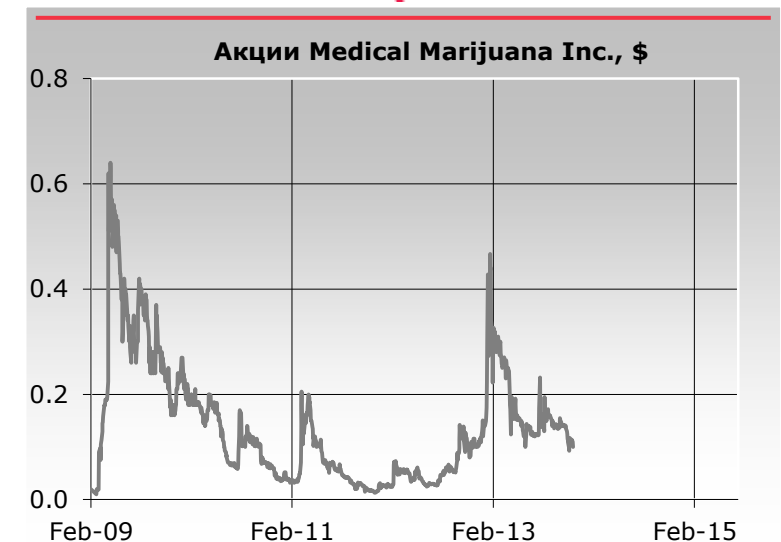
Торговые площадки: По данным каталога Bitcorati, в настоящее время существуют порядка 50 активных bitcoin-бирж. Лидерами являются: BTC China (Китай), Mt.Gox (Япония), Bitstamp (США), BTC-e (Болгария), Kraken (США). Крупнейшим по объему торговли в настоящее время стал китайский Bitcoin-обменник BTC China, через который ежедневно проходит около 90 тыс. BTC, стоимость которых превышает 200 млн. CNY (32,8\$ млн.), на BTC China зарегистрировано самое большое количество пользователей. В ноябре BTC China привлек \$5 млн. инвестиций. Среди недостатков можно отметить то, что на данный момент обменник позволяет совершать сделки лишь юанях CNY, которые также известны, как «женьминьби», перевести же иную валюту в BTC или обналечить свои накопления можно только с помощью китайских платежных терминалов, таких как Tenpraу или банковских переводов.

BEST BET III МЕДИЦИНСКАЯ МАРИХУАНА

Краткое описание: Медицинской марихуаной называются продукты переработки конопли с большим содержанием биологически активных веществ, которые применяются в терапии по рекомендации врача. Первые упоминания об использовании конопли в лечебных целях содержатся в древнеиндийских источниках (2737 г. до н.э.), в которых описываются психоактивные свойства каннабиса, а также его использование в лечении и профилактике различных заболеваний. Рекреационное использование *Cánnabis* запрещено или строго ограничено, однако в некоторых странах (Канада, Австрия, Германия, Нидерланды, Испания, Израиль, Финляндия и Португалия, а также 20 штатах США и Округ Колумбия) приняты законы о легализации натуральных или синтетических препаратов марихуаны в медицинских целях. В декабре Уругвай в рамках борьбы с наркотрафиком стал первой страной, в которой официально разрешено хранение, продажа и транспортировка марихуаны, местным жителям в месяц разрешается покупать 40 грамм. В России марихуана относится к I списку запрещенных веществ (вещества, изъятые из гражданского оборота без исключений) и ее оборот регулируется законом «О наркотических средствах и психотропных веществах», статьями 228-233 УК РФ.

Сферы применения: *Cánnabis* применяется при лечении значительного числа заболеваний, сопровождающихся болью, мышечными спазмами, тошнотой, рвотой, потерей массы тела и т.д. Среди заболеваний, при которых может быть показано использование марихуаны и каннабиноидов, ВИЧ/СПИД, глаукома, злокачественные новообразования, рассеянный склероз, эпилепсия, хроническая боль при многих заболеваниях и травмах (мигрень, артрит, заболевания позвоночника и опорно-двигательного аппарата), бронхиальная астма, тревожно-депрессивные состояния, также в некоторых случаях каннабиноиды могут использоваться при лечении наркозависимости, вызванной опиатами, в частности, героином. Существует огромное число как сторонников, так и противников использования марихуаны в медицинских целях, в любом случае ее применение требует индивидуального подхода к каждому пациенту и учета конкретной клинической ситуации.

Факторы роста: Дальнейшее расширение рынка потенциальных потребителей, прежде всего в США (согласно опросу, проведенному текущем году институтом Гэллапа, 58% американцев положительно относятся к легализации марихуаны, причем доля жителей США, поддерживающих легализацию выросла на 10%); возможная легализация марихуаны в Калифорнии, Аризоне, Орегоне и на Аляске уже в 2014 г.; снятие запрета на открытие компаниями сектора счетов в банках с федеральным страхованием; перераспределение денежных потоков с нелегального рынка, оборот которого в США сейчас оценива-



ется в более чем \$18 млрд. в год на рынок легальных продаж, уровень годового объема которых сейчас составляет порядка \$1,5 млрд., и, согласно прогнозов экспертов, может увеличиться до \$3 млрд. в 2014 г. и до \$6 млрд. к 2018 г.; нашествие инопланетян.

Факторы риска: Ужесточение законодательства; отказ от легализации; разработка альтернативных лекарственных препаратов, оказывающих эффект, сравнимый с медицинской марихуаной; непроработанная налоговая политика (установление высокой ставки налогообложения может привести к тому, что легальная марихуана станет излишне дорогой, установление слишком низкой ставки может спровоцировать недовольство консервативно настроенной части населения); конкуренция со стороны традиционных фармакологических компаний и продавцов алкогольных напитков; низкая ликвидность акций компаний сектора; нашествие инопланетян.

Торговые площадки и эмитенты: Акции компаний, относящихся к индустрии медицинской марихуаны, торгуются на открытом рынке США (OTC Markets).

Флагманом рынка является холдинг **Medical Marijuana Inc.** (MJNA), объединяющий 8 компаний, предлагающих широкую линейку продукции из медицинской марихуаны: от лекарственных препаратов до жвачки. На данный момент рыночная капитализация холдинга составляет \$99,5 млн., а акции торгуются на уровне \$0,10 за акцию (в начале года цена составляла \$0,50 за акцию).

Также интерес представляют акции компании **Medbox, Inc.**, (MDBX), являющейся крупнейшим в мире производителем биометрических автоматов для считывания электронных браслетов и отпечатков пальцев пользователей, обладающих правом приобретения марихуаны в медицинских целях. В настоящее время ее рыночная капитализация составляет \$275,82 млн., акции торгуются по \$17,75 (в начале года акции стоили \$98 за штуку).

На открытом рынке обращаются низколиквидные и весьма чувствительные к колебаниям рынка акции компаний: **Cannabis Science Inc.** (CBIS) – разработка, производство и продажа препаратов на основе фитоканнабиоидов (капитализация \$26,65 млн.); **GreenGro Technologies Inc.** (GRNH) – разработка, производство и продажа систем выращивания растений а также консультации по выращиванию (капитализация \$4,56 млн.); **Hemp Inc.** (HEMP) – консультации по вопросам использования препаратов на основе конопли (капитализация \$2,74 млн.).

На первый взгляд вложения в акции подобных компаний представляются опасными, однако уже в ближайшие годы рынок медицинской марихуаны может предоставить много инвестиционных возможностей и нельзя исключить, что именно сейчас самое время заходить в рынок до начала прогнозируемой рядом экспертов «зеленой лихорадки» (Green Rush).

Компании, оцениваемые в инвестиционной стратегии

Газпром	(GAZP.MM)	(GAZP)	Ростелеком	(RTKM.MM)	(RTKM)	Дикси	(DIXY.MM)	(DIXY)
Газпромнефть	(SIBN.MM)	(SIBN)	СТС Медиа АДР	(CTCM.OQ)	(CTCM)	Магнит	(MGNT.MM)	(MGNT)
Башнефть	(BANE.MM)	(BANE)	Yandex Group АДР	(YNDX.OQ)	(YNDX)	М-Видео	(MVID.MM)	(MVID)
ЛУКОЙЛ	(LKOH.MM)	(LKOH)	ОГК-2	(OGKB.MM)	(OGKB)	Группа Разгуляй	(GRAZ.MM)	(GRAZ)
Новатэк	(NVTK.MM)	(NVTK)	Е.ОН Россия	(EONR.MM)	(EONR)	Группа Черкизово ГДР	(GCHE.MM)	(CHE)
Роснефть	(ROSN.MM)	(ROSN)	ОГК-5	(OGKE.MM)	(OGKE)	Группа Протек	(PRTK.MM)	(PRTK)
Сургутнефтегаз	(SNGS.MM)	(SNGS)	РусГидро	(HYDR.MM)	(HYDR)	О'кей АДР	(OKEYq.L)	(OKEY)
Татнефть	(TATN.MM)	(TATN)	ТГК-1	(TGKA.MM)	(TGKA)	Синергия	(SYNG.MM)	(SYNG)
Транснефть прив.	(TRNF_p.MM)	(TRNF)	ТГК-2	(TGKB.MM)	(TGKB)	Фармстандарт	(PHST.MM)	(PHST)
АЛРОСА	(ALRS.MM)	(ALPS)	ТГК-3 (Мосэнерго)	(MSNG.MM)	(MSNG)	Х-5 ГДР	(PIPq.L)	(FIVE)
ВСМПО-АВИСМА	(VSMO.MM)	(VSMO)	ТГК-4	(TGKD.MM)	(TGKD)	Акрон	(AKRN.MM)	(AKRN)
Группа ЕВРАЗ ГДР	(EVRE.L)	(EVR)	ТГК-5	(TGKE.MM)	(TGKE)	Дорогобуж	(DGBZ.MM)	(DGBZ)
Группа ТМК	(TRMK.MM)	(TRMK)	ТГК-6	(TGKF.MM)	(TGKF)	Казаньоргсинтез	(KZOS.MM)	(KZOS)
Мечел	(MTLR.MM)	(MTLR)	ТГК-7	(VTGK.MM)	(VTGK)	Метафракс	(MEFRI.RTS)	(MEFR)
ММК	(MAGN.MM)	(MAGN)	ТГК-9	(TGKI.MM)	(TGKI)	Нижнекамскнефтехим	(NKNC.MM)	(NKNC)
НЛМК	(NLMK.MM)	(NLMK)	ТГК-12 (Кузбассэнерго)	(KZBE.MM)	(KZBE)	Уралкалий	(URKA.MM)	(URKA)
ГМК Норильский Никель	(GMKN.MM)	(GMKN)	ТГК-14	(TGKN.MM)	(TGKN)	ФосАгро ГДР	(PHOR.MM)	(PHOR)
ОК РУСАЛ	(0486.HK)	(486)	Интер РАО ЕЭС	(IRAO.MM)	(IRAO)	Аэрофлот	(AFLT.MM)	(AFLT)
Полюс-Золото	(PLZL.MM)	(PLZL)	МРСК Центра и Приволжья	(MRKP.MM)	(MRKP)	Глобалпортс ГДР	(GLPRq.L)	(GLPR)
Северсталь	(CHMF.MM)	(CHMF)	МРСК Центра	(MRKC.MM)	(MRKC)	Глобалтранс ГДР	(GLTRq.L)	(GLTR)
Челябинский цинковый	(CHZN.MM)	(CHZN)	МРСК Волги	(MRKV.MM)	(MRKV)	Новороссийский МТП	(NMTP.MM)	(NMTP)
Банк ВТБ	(VTBR.MM)	(VTBR)	МРСК Северо-Запада	(MRKZ.MM)	(MRKZ)	Трансконтейнер	(TRCN.MM)	(TRCN)
Банк Возрождение	(VZRZ.MM)	(VZRZ)	МРСК Сибири	(MRKS.MM)	(MRKS)	ФЕСКО	(FESH.MM)	(FESH)
Банк Санкт-Петербург	(BSPB.MM)	(BSPB)	МРСК Северного Кавказа	(MRKK.MM)	(MRKK)	Ютэйр	(UTAR.MM)	(UTAR)
Сбербанк	(SBER.MM)	(SBER)	МРСК Урала	(MRKU.MM)	(MRKU)	АФК Система	(AFKS.MM)	(AFKS)
Армада	(ARMD.MM)	(ARMD)	МРСК Юга	(MRKY.MM)	(MRKY)	АвтоВАЗ	(AVAZ.MM)	(AVAZ)
VimpelCom Ltd. АДР	(VIP.OQ)	(VIP)	Ленэнерго	(LSNG.MM)	(LSNG)	ГАЗ	(GAZA.MM)	(GAZA)
IBS Group ГДР	(IBSGq.DE)	(IBSG)	МОЭСК	(MSRS.MM)	(MSRS)	КаМАЗ	(KMAZ.MM)	(KMAZ)
Mail.ru Group ГДР	(MAILRq.L)	(MAIL)	ФСК ЕЭС	(FEES.MM)	(FEES)	SOLLERS	(SVAV.MM)	(SVAV)
Мегафон ГДР	(MFON.MM)	(MFON)	Российские сети	(MRKH.MM)	(MRKH)	Шахта Распадская	(RASP.MM)	(RASP)
МТС АДР	(MTSS.MM)	(MBT)	Аптечная сеть 36.6	(APTK.MM)	(APTK)			

Юлия Гапон, gapon@infina.ru

Химия и нефтехимия, Потребительский сектор, Транспорт

Александр Иванищев, ivanischev@infina.ru

Стратегия, Нефть и газ, Электроэнергетика

Алексей Полежаев, polezhaev@infina.ru

Макроэкономика, Металлургия

Вероника Чекина, chekina@infina.ru

Банки, Best Bet

Мария Шиповских, shipovskikh@infina.ru

Телекоммуникации, IT-сектор, Медиа и Интернет

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не является предложением о купле/продаже ценных бумаг. Данные, приведенные в тексте, получены из источников, которые мы считаем надежными, однако, мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в вышеприведенных материалах, а также за операции с упоминающимися ценными бумагами. ЗАО «Фондовый центр «Инфина» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию или исправлять возможные неточности.

POSTSCRIPTUM

■ Упорствуйте – не выбирайте «нет» в качестве ответа. Если вы счастливы, сидя на одном месте и не идя на риск, вы останетесь сидеть на этом же месте следующие 20 лет.

*Дэвид Рубенштейн, соучредитель The Carlyle Group
(\$156 млрд. под управлением, личное состояние оценивается в \$2,8 млрд.)*

■ Идея предчувствия является ключевой при инвестировании, а также в бизнесе вообще. Нельзя ждать, пока ситуация станет очевидной. Необходимо думать – вот что другие сделали при определенных обстоятельствах. Теперь же, при новых обстоятельствах, следует осознать, как поступать дальше?

*Эдди Ламперт, глава хедж-фонда ESL Investments
(личное состояние оценивается в \$3 млрд.)*

Компания «Инфина» желает вам удачных инвестиций в наступающем году!