

# КУРС НА ДОХОДНОСТЬ

Инвестиционная стратегия на 6-9  
месяцев



ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»  
июль 11

**Целевые уровни индексов РТС и ММВБ**

	Вероят	Уровень
Сохранение напряженности на рынке европейского долга:	20%	
<b>РТС</b>		<b>1 550</b>
<b>ММВБ</b>		<b>1 450</b>
Переоценка рисков после весенней коррекции:	50%	
<b>РТС</b>		<b>2 000</b>
<b>ММВБ</b>		<b>1 800</b>
Начало цикла повышения процентных ставок в США вследствие восстановления экономики:	20%	
<b>РТС</b>		<b>1 800</b>
<b>ММВБ</b>		<b>1 600</b>
Рост appetites к риску в результате нового запуска QE:	10%	
<b>РТС</b>		<b>2 500</b>
<b>ММВБ</b>		<b>2 100</b>

Источник: АЛОР ИНВЕСТ

**Рекомендации по наиболее ликвидным бумагам**

Компания	Рек.	Ц/Ц	P/E(11)
Газпром	Пок.	290	4,5
Роснефть	Пок.	300	7,4
ЛУКОЙЛ	Пок.	2350	5,1
СургутНГ	Пок.	35	6
Северсталь	Пок.	650	8
Норникель	Держ.	7649,8	8,6
Уралкалий	Пок.	330	22,7
РусГидро	Пок.	1,75	10,1
Сбербанк	Пок.	133,6	8
ВТБ	Пок.	0,099	10,9

## Второе полугодие на российском рынке

Мировые рынки вступили во второе полугодие 2011 г. в тревожном состоянии. Завершение QE2 в США и новый всплеск напряженности в Европе во 2 квартале сказались на стоимости активов в мире не лучшим образом. Да и мировая экономика, получив краткосрочный стимул роста во втором полугодии прошлого года, с начала нынешнего тоже стала проявлять симптомы стагнации. Эта тенденция, по всей видимости, сохранится и в ближайшие месяцы. На этом фоне, несмотря на «маячащий» на горизонте призрак стагфляции, основные центробанки мира будут серьезно ограничены в возможности проводить более жесткую монетарную политику. Соответственно, сохранение реальных процентных ставок на отрицательном уровне будет оказывать поддержку стоимости активов во всем мире, несмотря на ряд негативных факторов.

Устойчивость цен на нефть и промышленные металлы (локальные коррекции возможны, но в целом мы ждем, что их стоимость останется на высоком уровне) является положительным фактором для российского фондового рынка, который по-прежнему выглядит недооцененным на фоне большинства иностранных аналогов. Частично это связано с политическими рисками в преддверии выборов 2011-2012 гг. (ликвидацию этой премии мы ждем во 2 полугодии), частично – с отраслевой структурой российских индексов. Отдельный фактор – традиционный дисконт российского рынка, связанный с недостаточной прозрачностью торгующихся компаний и высокой долей госсектора. Очевидно, что эта ситуация вряд ли серьезно поменяется в обозримой перспективе, таким образом, наш рынок сохранит высокую спекулятивную составляющую, а вместе с ней и традиционно существенные риски. В то же время, поддержку будут оказывать ряд корпоративных идей – налоговая реформа в нефтяном секторе, принятие новых правил рынка мощности в энергетике, приватизация госпакетов акций некоторых компаний, где ближайшим событием является намеченное на осень размещение Сбербанка. Возможные инвестиционные идеи в «высокоциклических» отраслях (строительство, машиностроение, транспорт), сохраняя традиционные для себя риски, являются ставкой на дальнейший рост российской экономики, и могут быть отыграны при сохранении макроэкономической стабильности в течение продолжительного времени.

Основным риском остается развитие долгового кризиса по негативному сценарию. На сегодняшний момент это более серьезная проблема для рынков, чем возможное ужесточение монетарной политики. Пока мы склоняемся к версии, что чиновники будут стараться не допустить такого варианта развития событий, однако полностью исключать этот сценарий нельзя. При таком раскладе индекс ММВБ вполне может снизиться в район 1400-1450 пунктов. В остальном мы придерживаемся мнения, что главные центробанки мира продолжают стимулирующую или умеренно-стимулирующую политику в ближайшее время, соответственно, объем глобальной денежной массы должен продолжить рост, что окажет поддержку фондовым рынкам.

**Сектора по степени возрастания  
инвестпривлекательности (6-9 мес.)**


## Рекомендуемый портфель трейдера

Мы сформировали портфель акций с наиболее интересными «живыми» идеями. Считаем, что на горизонте 4 кв. 2011 г. – 1 кв. 2012 г. доходность портфеля существенно превысит изменения бенчмарка, в качестве которого взят индекс ММВБ.

Идеи в основном сформированы во втором эшелоне с приемлемым риском для инвестиций. Портфель обладает средней ликвидностью.

Основные предпосылки сводятся к следующему:

- Сектор электроэнергетики будет фаворитом по доходности в ближайшие 6-9 месяцев. Причины – окончание 6 месячного даун-тренда (перепроданность), завершение корпоративных процедур, снижающих риски и увеличивающих потенциал роста стоимости компаний.
- Мы делаем ставку на фундаментально наиболее сильный сектор, которым во втором полугодии 2011 г. – первом полугодии 2012 г. будет металлургия и горнодобыча. Причина – благоприятная конъюнктура рынков (коксующийся, энергетический уголь, железная руда, сталь, калийные удобрения).
- Переток денег из нефтегазового сектора в энергетику и металлургию, как наиболее недооцененные и емкие для крупных портфельных инвестиций сектора. Причина – ожидаемое понижение цены на нефть марки Brent в диапазон 80-90 долл. в 3-4 кв. 2011 г.
- В ряде «непопулярных» на рынке компаний, появились драйверы, которые с высокой вероятностью будут восприняты рынком, что приведет к росту стоимости.

Портфель	Доля	Цена тек., руб.	Цель, руб.	Потенциал, %	Инвестиционная идея
<b>Энергетика</b>	<b>35%</b>				
ИнтерРАО	20%	0,0370	0,0535	45%	Перепроданность, улучшение корпоративного фона после реорганизации, ожидания возвращения спроса в энергетику
ИркЭнерго	10%	20,83	40	92%	Консервативная официальная оценка перед IPO Евросибэнерго, предстоящее IPO, вход в капитал компании РусГидро, далее - в капитал Евросибэнерго
Челвбэнергосбыт-ао	5%	0,33	1,037	214%	Одна из последних независимых компаний, высока вероятность продажи ИнтерРАО, ожидается выплата высоких дивидендов, в целом более высокая оценка сектора, которая ожидается в течение 2 лет
<b>Металлургия и горнодобыча</b>	<b>45%</b>				
Уралкалий	15%	243,71	330	35%	Крупнейшая и лучшая компания в секторе после объединения, улучшающаяся конъюнктура на рынке удобрений, высокие ожидания покупки контрольного пакета Беларуськалия до конца 2011 г.
Распадская	10%	163,79	250	53%	Перепроданность на новостях о покупке по низкой стоимости, интрига с новым претендентом на покупку, рост мировых цен на коксующийся уголь
Мечел	10%	715	1 100	54%	Удачное IPO 75% бизнеса подтолкнет котировки материнской компании к росту на идее выравнивания, сильнейший горнорудный бизнес в РФ, рост цен на руду и уголь
ВСМПО	10%	4550	6 500	43%	Отстает от роста цен на титан, СП в Китае, недооцененность по коэффициентам
<b>Прочие</b>	<b>20%</b>				
Система	10%	30,695	45	47%	Реструктуризация холдинга, высвобождение стоимости за счет значительной внутренней стоимости и улучшения прозрачности
М-Видео	5%	256,3	370	44%	Самая недооцененная сеть в РФ, стабильно растущие финансовые показатели
Автоваз-ап	5%	7,893	13	65%	Спекулятивная инвестиция, но есть ожидания существенного улучшения в компании при активизации Рено-Ниссан, стремление цены к уровню доп. эмиссии 40 руб.

## Оглавление

<b>ВТОРОЕ ПОЛУГОДИЕ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ</b> .....	<b>2</b>
<b>РЕКОМЕНДУЕМЫЙ ПОРТФЕЛЬ ТРЕЙДЕРА</b> .....	<b>3</b>
<b>ОГЛАВЛЕНИЕ</b> .....	<b>4</b>
<b>МАКРОЭКОНОМИКА</b> .....	<b>5</b>
МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА ФРС .....	5
ЕВРОПЕЙСКИЙ КРИЗИС .....	12
ЭКОНОМИКА РОССИИ: ПОДГОТОВКА К ВЫБОРАМ-2012 .....	17
<b>ОБЗОР РЫНКА СЫРЬЯ</b> .....	<b>20</b>
РЫНОК НЕФТИ .....	20
РЫНОК ГАЗА .....	25
РЫНОК МИНЕРАЛЬНЫХ УДОБРЕНИЙ .....	27
РЫНОК СТАЛИ .....	28
РЫНОК МЕДИ .....	30
РЫНОК ЦИНКА .....	35
РЫНОК ДРАГОЦЕННЫХ МЕТАЛЛОВ .....	38
<b>ОБЗОР СЕКТОРОВ И КОМПАНИЙ</b> .....	<b>43</b>
НЕФТЬ И ГАЗ .....	43
МЕТАЛЛУРГИЯ, ГОРНАЯ И ХИМИЧЕСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТИ .....	48
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА .....	50
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР .....	53
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ .....	55
МАШИНОСТРОЕНИЕ .....	58
ТРАНСПОРТ .....	61
РЫНОК НЕДВИЖИМОСТИ .....	63
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР .....	66
<b>КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ</b> .....	<b>68</b>

## Макроэкономика

После некоторого оживления в конце 2010 г. первая половина 2011 г. вновь привела к замедлению темпов роста мировой экономики. Влияние запуска программы стимулирования в США (QE2) и локального решения европейской долговой проблемы в прошлом году оказалось ограниченным. Развитые страны за редким исключением оказались неспособны запустить устойчивый цикл экономического роста по причине сохраняющейся высокой закредитованности их экономик. В это же время развивающиеся страны ощутили на себе в полной мере тот «экспорт инфляции», к которому привела политика крупнейших центробанков мира и, прежде всего, ФРС. Соответственно, на этом фоне они лишены возможности проводить стимулирующую монетарную политику. Справедливости ради стоит отметить, что отчасти в этом виноваты и они сами. В первую очередь здесь имеет смысл привести пример Китая, который достаточно неохотно ревальвирует свою валюту, во всяком случае, не теми темпами, которые хотели бы видеть в США. Соответственно, в этих условиях о каком-либо серьезном сокращении дисбалансов говорить нельзя.

Завершение второго раунда программы количественного смягчения в США проходит в достаточно тревожных условиях для мировой экономики. Ряд негативных факторов в первом полугодии, а именно, сильное землетрясение в Японии, новое обострение европейского долгового кризиса, а также жесткая монетарная политика некоторых развивающихся стран, в первую очередь Китая, привели к тому, что вопрос дальнейшего устойчивого роста остается открытым. В условиях того, что внутренние резервы роста в большинстве развитых экономик так и не сформировались, а в условиях снижения уровня доверия к госдолгу страны так или иначе будут вынуждены пойти на ограничение расходов, мягкая монетарная политика будет оставаться единственным стимулом, который будет способен «поддерживать на плаву» текущее состояние национальных экономик. При этом существует серьезный риск того, что ситуация со временем может перерасти в стагфляцию, но из крупнейших центробанков пока этим, очевидно, серьезно напуганы только в ЕЦБ. Да и там возможны варианты в зависимости от того, как дальше будет развиваться европейская долговая проблема, и на какие меры придется пойти европейским монетарным властям в условиях возможного нарастания кризиса в европейской финансовой системе.

### Монетарная политика ФРС

#### QE2 закончено, да здравствует QE3?

Второй раунд количественного смягчения, объявленный ФРС в ноябре 2010 г., привел к впрыску в мировую финансовую систему 600 млн долл. и потенциально должен был оказать стимулирующее воздействие на американскую экономику. В конце

*Подходит к завершению второй раунд QE – что дальше?*

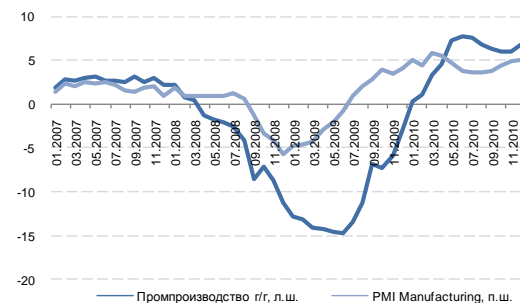
июня программа завершает свое действие, соответственно, имеет смысл обратить внимание на результаты, которые мы увидели по факту не только в реальном секторе, но и на финансовых рынках.

Планировалось, что QE2 простимулирует рост ликвидности в банковском секторе и окажет сдерживающее влияние на короткие и среднесрочные ставки американского суверенного долга. Это, в условиях замедлившейся экономической активности, должно было поддержать воздействие на расходы домохозяйств и бизнеса, а в конечном счете позитивно повлиять на американскую экономику. Для того, чтобы понять, насколько эффективным было действие программ по выкупу активов, мы предлагаем обратить внимание на некоторые показатели американской статистики.

### США, потребление

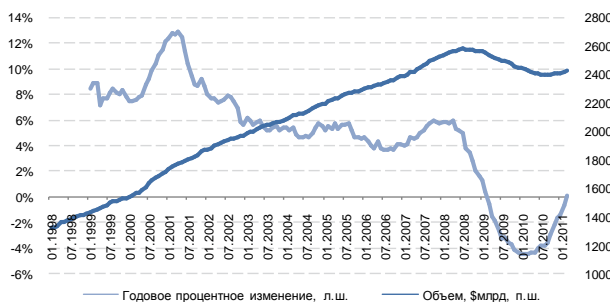


### США, производство

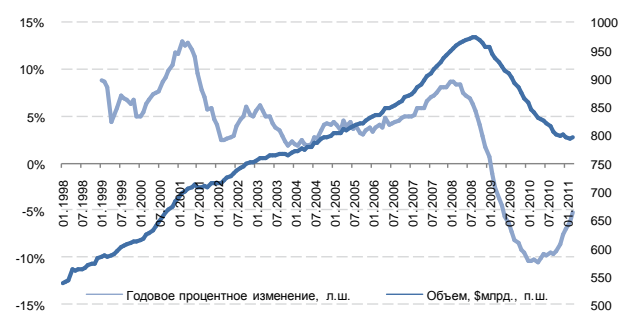


Источник: Bloomberg, St. Louis Fed; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

### США, потреб. кредитование



### США, кредитные карты



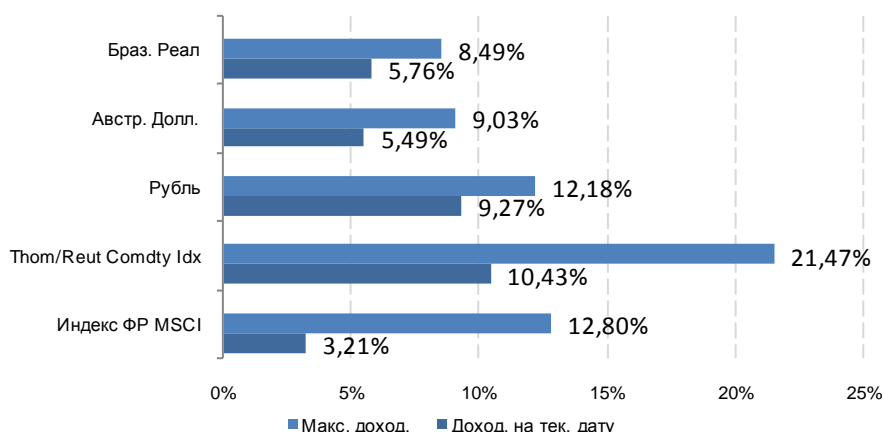
Источник: Bloomberg, St. Louis Fed; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

Доходность финансовых инструментов мы рассматриваем в двух вариантах. Стартовая дата в обоих случаях – момент объявления о начале QE2 (3 ноября 2010 г.). В первом случае мы берем максимальную доходность, которую можно было получить за это время, с учетом того, что рынок начал заранее отыгрывать окончание программы количественного смягчения (большинство максимумов были показаны в апреле-мае). В то же время значительную роль, на наш взгляд, в апрельско-майской коррекции на мировых рынках сыграл фактор европейского долгового кризиса, соответственно, мы рассматриваем также доходность, полученную на текущий момент.

**Влияние QE2 на целевые проблемные точки американской экономики было ограниченным**

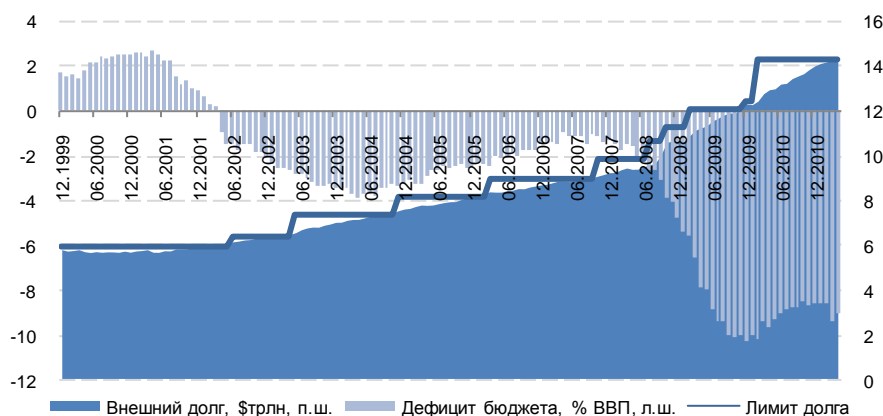
**Влияние на реальный сектор – ограниченное. Главный бенефициар – сырье.** Влияние на оживление основных проблемных точек американской экономики, которые были целью запуска QE2, было ограниченным. С одной стороны, индексы потребления показали достаточно серьезный рост, однако оценить динамику основных макропоказателей после окончания действия стимулирующих программ еще предстоит (в частности, именно замедление темпов восстановления американской экономики летом прошлого года стало одной из причин запуска QE2). Опасения нового замедления в американской экономике после завершения второго раунда количественного смягчения действительно могут быть небезосновательны, учитывая, что дальнейшее стимулирование роста ВВП через рост госрасходов в связи с последней политической полемикой также под вопросом. Дефицит бюджета США в 2011 г. составит 11% ВВП, но сейчас Америка стоит перед очень серьезным вопросом: как стимулировать дальнейший экономический рост, при том что есть большая необходимость сокращения дефицита.

**Доходность финансовых инструментов на фоне QE2**



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

**США, дефицит бюджета и госдолг**



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

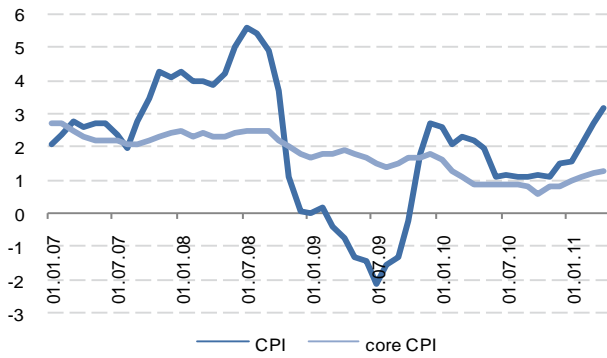
Вместе с тем, финансовые рынки ощутили приток ликвидности в полной мере, особенно это касается сырья – максимальный подъем Thompson Reuters Commodity Index в период с 3 ноября по текущую дату превысил 20%, но и на текущий момент после коррекции доходность все еще смотрится внушительно и составляет 10,5%.

**Инфляционные ожидания –  
ключевой момент в  
понимании дальнейших  
действий Федрезерва**

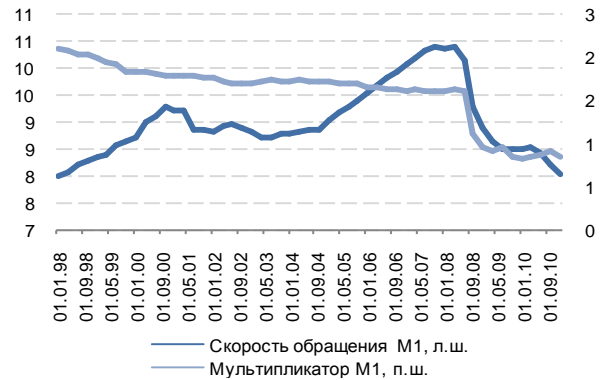
**Базовая инфляция остается умеренной.** Ключевым моментом в понимании дальнейших действий Федрезерва являются данные, прямо или косвенно демонстрирующие инфляционное давление. И здесь мы видим, что степень влияния программ стимулирования на инфляцию в американской экономике остается минимальной. В то время как общий показатель инфляции продемонстрировал серьезный рост за последний год, базовая инфляция, остающаяся главным ориентиром ФРС в проведении монетарной политики как менее волатильный показатель, практически не изменилась. Показатели объемов кредитования также продолжают ухудшаться, хотя в последние полгода они и показывают тенденцию к стабилизации. Вместе с тем, основные параметры, демонстрирующие эффективность применения объема денежной базы и денежной массы в экономике (мультипликатор M1 и скорость обращения агрегата M1) на фоне колоссального роста баланса ФРС за последние 3 года (примерно в 3 раза) в рамках оказания помощи американской финансовой системе, пока выглядят довольно безрадостно. Мультипликатор M1 опустился ниже единицы, а скорость обращения M1 устойчиво снижается с середины 2008 г., и пока намеков на улучшение не видно.

Существенное влияние на инфляцию может оказать рост цен на нефть, и представители ФРС уже неоднократно акцентировали внимание на этом индикаторе. Однако пока что консенсус голосующих участников FOMC склоняется к тому, что эта тенденция временная. Учитывая ту картину, которую мы наблюдаем на сырьевых рынках с начала апреля (особенно достаточно слабую динамику котировок американского сорта Light на фоне более спекулятивного Brent), эта проблема пока что отходит на второй план. По-видимому, серьезную поддержку нефтяным котировкам в ближайшее время может оказать стабильное восстановление мировой экономики, что будет затруднено с учетом текущих рисков и в отсутствие стимулов, либо же обострение конфликта на Ближнем Востоке и перерастание его в международный, что потенциально может спровоцировать «нефтяной шок».

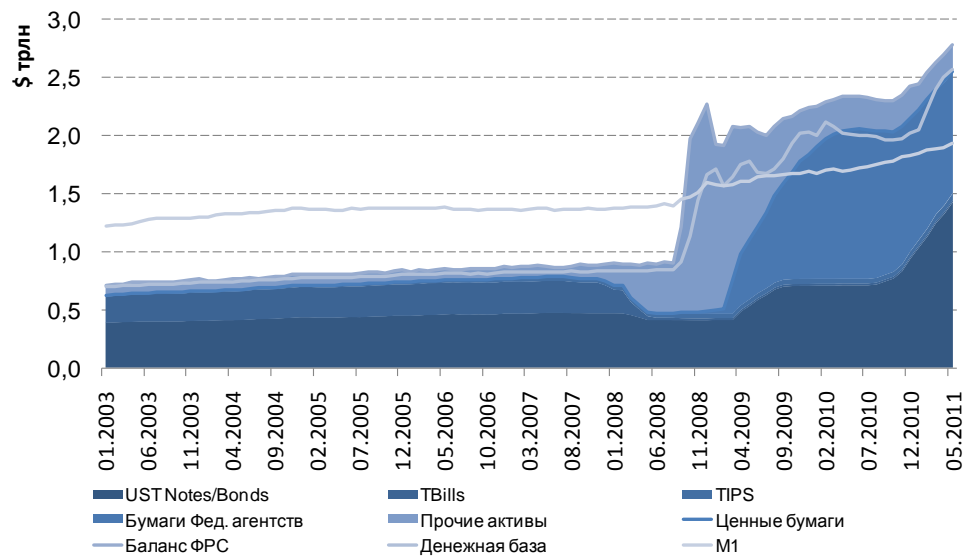
**США, инфляция**



**США, эффективность ден. базы и ден. массы**



**США, баланс ФРС и показатели ден. базы и ден. массы**



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

## США



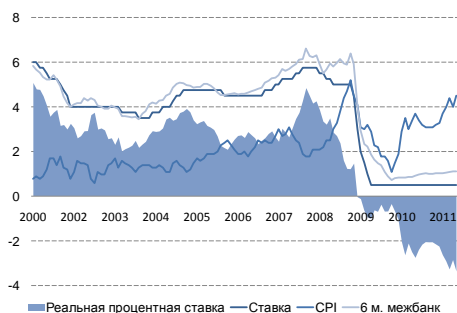
## Еврозона



## Япония



## Великобритания



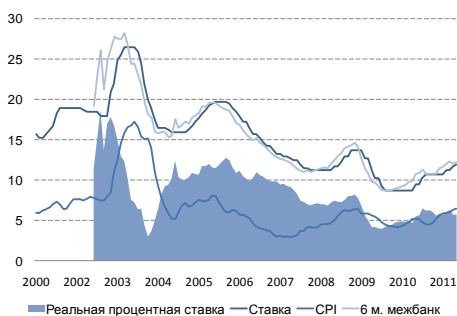
## Китай



**Низкие процентные ставки сохраняются в долгосрочной перспективе.** Мы придерживаемся мнения, что после завершения второго раунда количественного смягчения ставки в США еще в течение продолжительного времени будут оставаться на низком уровне. Этому будет способствовать сохранение рисков, связанных с возможным замедлением мировой экономики и наличие шоков на рынке в результате обострения европейского долгового кризиса, а также неустойчивость восстановления собственно американской экономики. При этом Федрезерв по-прежнему будет пристально следить за выходящей макроэкономической статистикой, ориентируясь, прежде всего, на базовую инфляцию, показатели которой пока, невзирая на «печатный станок» остаются на умеренном уровне. Более того, если отталкиваться от стратегии проведения политики ФРС с момента назначения Бернанке на пост ее председателя, монетарные власти в США, исходя из сохраняющейся макроэкономической напряженности, сохраняют заинтересованность в том, чтобы реальные процентные ставки в долларах оставались отрицательными. Теоретически все это должно стимулировать рост стоимости сырьевых и фондовых активов во всем мире, однако ситуация выглядит далеко не так однозначно.

Справедливости ради стоит отметить, что на сегодняшний момент реальные процентные ставки являются отрицательными или близкими к нулю в большинстве экономик, являющихся традиционными экспортерами капитала (помимо США это также Еврозона, Швейцария и Великобритания). Ситуация в развивающихся экономиках при этом выглядит по-разному. Ряд стран, в частности Австралия и Бразилия, сохраняют жесткую монетарную политику, и процентные ставки в этих экономиках являются положительными. В то же время, ряд центробанков проводят достаточно осторожную денежно-кредитную политику и сейчас, почти 3 года спустя после острой фазы кризиса. К этой категории относится и Россия, где реальные ставки остаются ниже нуля уже достаточно долго, за исключением короткого периода осени 2008 г. (по-видимому, этот фактор остается одной из главных причин сильного оттока капитала за последнее время). Эта ситуация отличается от той, что имела место быть до 2008 г. Хорошо видно, что экономический рост 2003 – середины 2006 г. сопровождался отрицательными или нулевыми реальными ставками в большинстве развитых экономик (единственным заметным исключением из этого правила является только Великобритания) и положительными – в сырьевых и развивающихся. В 2006-2007 гг. ситуация начала меняться. Темпы роста развитых экономик начали замедляться, а вместе с этим и инфляция пошла вниз. В какой-то момент это привело к тому, что реальные ставки в основных экономиках – экспортерах капитала стали положительными. Однако, их общий низкий в тех условиях уровень оказался достаточным, чтобы спровоцировать еще одну волну притока спекулятивного капитала в сырье и развивающиеся экономики, что привело к всплеску инфляции накануне обвала 2008 г. Характерно, что пиковая фаза кризиса пришлась как раз на тот период, когда реальные ставки были минимальными практически везде – и в развитых экономиках, и в

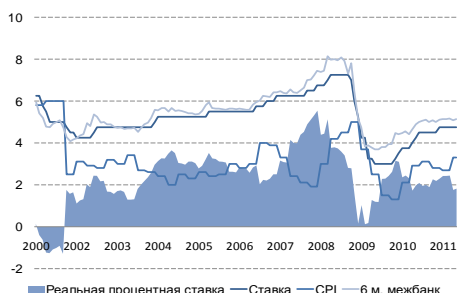
## Бразилия



## Россия



## Австралия



развивающихся. Это напоминает нам о том, что сохранение мягкой монетарной политики не является панацеей от возможных финансовых катаклизмов.

В настоящий момент помимо того, что очаг напряженности сохраняется в Европе, США стоят перед проблемой сокращения бюджетной политики. Соответственно, серьезное ужесточение монетарной политики может стать довольно неприятным моментом, особенно на фоне неустойчивого восстановления мировой экономики. Все это говорит нам о том, что центробанки развитых стран будут пытаться сохранять стимулирующую политику как можно дольше. Понятно, что в данный момент вопрос запуска новой программы покупки активов со стороны ФРС выглядит далеко не очевидным, однако объем госбумаг на балансе ФРС сохранится на текущем уровне в течение продолжительного времени за счет рефинансирования средств, поступающих от погашений и процентных выплат. Более того, не исключено, что в случае появления новых негативных факторов тема возобновления ПОМО (permanent open market operations) может снова оказаться на повестке дня. Глобально проблему экономического восстановления в США, как показывает японский сценарий, эти меры решить не в состоянии, но других инструментов в распоряжении ФРС нет. Да и Бен Бернанке, судя по всему, пока не намерен отступить от взятого курса.

## Европейский кризис

### Гордиев узел долговой проблемы

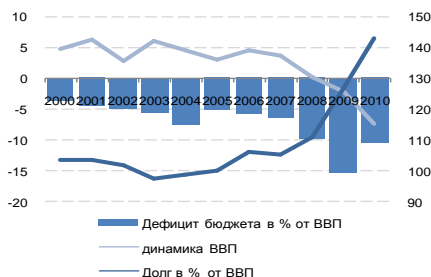
Проблема европейского долгового кризиса была центральной темой на мировых финансовых рынках в течение весны. Как и год назад основное внимание инвесторов было приковано к Греции, которой до конца декабря предстоит рефинансировать только суверенного долга на общую сумму 35 млрд. долл. (из них 18 млрд. долл. приходится на июль-август).

Дефицит бюджета Греции в 2010 г. второй год подряд превысил 10% ВВП, причем за последние 20 лет греки не свели ни один годовой бюджет с профицитом, а меньше 5% он составлял только в течение нескольких лет на рубеже 90-х и «нулевых». При этом, если до середины «нулевых» объем госдолга еще удавалось поддерживать на уровне 100% от ВВП за счет экономического роста, то за последние несколько лет долговая нагрузка выросла в 1,5 раза.

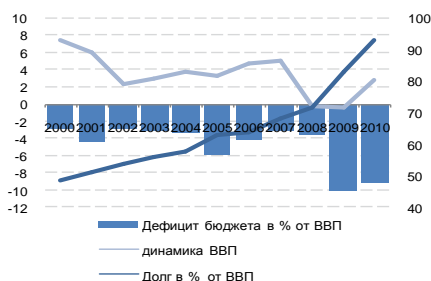
**Прошлогодние меры не сработали.** Во время работы над данной стратегией окончательное решение по греческому вопросу несколько раз откладывалось, но уже сейчас однозначно можно сказать, что прошлогодняя тактика «ухода от проблемы» и выделения финансовой помощи в объеме текущих требований стран периферийной Европы не сработала. Соответственно, такой подход не удовлетворяет основные страны-доноры Евросоюза: Германию, Францию, Голландию и Финляндию. Греция не выполняет те условия, которые были поставлены перед ней при выделении финподдержки общим объемом 110 млрд. евро. На сегодняшний момент Афины уже «выбрали» половину из этого плана помощи (рассчитанного, между прочим, до 2013 г., когда должен заработать общеевропейский механизм финансовой стабильности), однако снижения госрасходов с тех пор так и не произошло, что неудивительно на фоне серьезного кризиса в национальной экономике и высокого уровня социальной напряженности. Проблема заключается в том, что суверенный дефолт в Еврозоне может спровоцировать непредсказуемую цепную реакцию. Во-первых, из-за того, что основными инвесторами в долги стран PIGS являются банки стран-доноров. Во-вторых, никто не забыл события 3-летней давности, когда банкротство Lehman Brothers спровоцировало панику на рынке CDS, которая привела к жесточайшему кризису в мировой банковской системе.

**Последствия дефолта непредсказуемы.** Памятуя об этом, в первую очередь еврочиновники будут стараться избежать наступления так называемого «кредитного события». С одной стороны, по данным DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation), занимающейся сбором и обработкой информации о рынке внебиржевых деривативов, чистый объем открытых позиций по греческим CDS составляет всего 5 млрд. долл. При банкротстве Lehman Brothers по первоначальным оценкам к исполнению должны были предъявить CDS на общую сумму порядка 400 млрд. долл., но после исключения из схемы требований банка JP Morgan все ограничилось объемом в

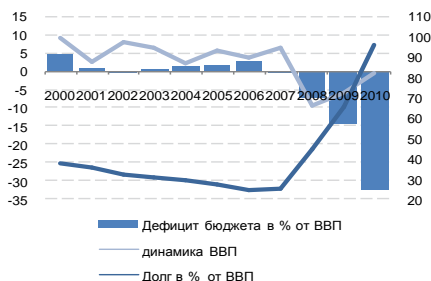
#### Греция



#### Португалия



#### Ирландия

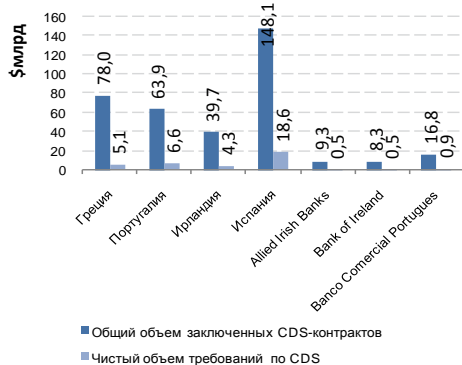


#### Испания



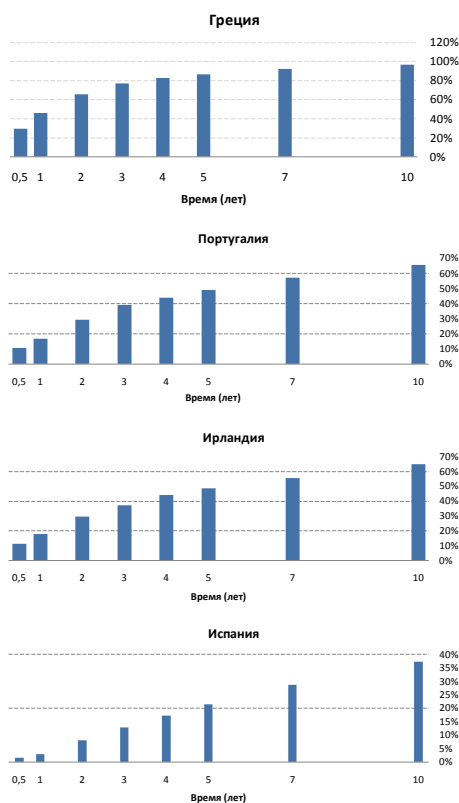
Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

**Объем открытых позиций по CDS на ряд проблемных европейских долгов**



Источник: DTCC; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

**Вероятность дефолта, исходя из котировок CDS**



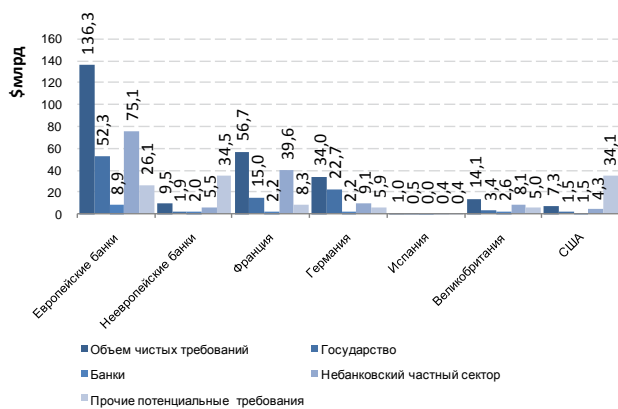
Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

6 млрд. долл. Однако ситуация выглядит далеко не так просто. Во-первых, всегда есть риск существования какого-то объема «неучтенных» контрактов, не попавших в статистику DTCC. Во-вторых, серьезной проблемой является высокая степень интеграции европейского финансового рынка при том, что очаги нынешнего европейского долгового кризиса уже сейчас не ограничиваются одной Грецией. Таким образом, наступление «кредитного события» потенциально может спровоцировать непредсказуемую цепную реакцию, и какое количество участников рынка (по причине обесценивания активов и в результате закрытия лимитов на межбанке) окажется в этом случае неплатежеспособно, оценить невозможно. Стресс-тесты европейских банков, проводящиеся второй год подряд, вряд ли могут дать адекватную оценку в силу достаточно «тепличных» условий, которые заложены в них. В частности, последние стресс-тесты предполагают спад в экономике Еврозоны на 0,5% в 2011 г., скачок стоимости коротких ресурсов на межбанке на 1,25%, а также 15%-е падение европейского фондового рынка. С учетом этого, а также того факта, что суммарный объем CDS на греческий суверенный долг без поправки на взаимные требования составляет 78 млрд. долл. вместо 5 млрд. долл., ситуация в случае реального дефолта может быть очень серьезной и по масштабам превысит последствия кризиса, спровоцированного банкротством Lehman.

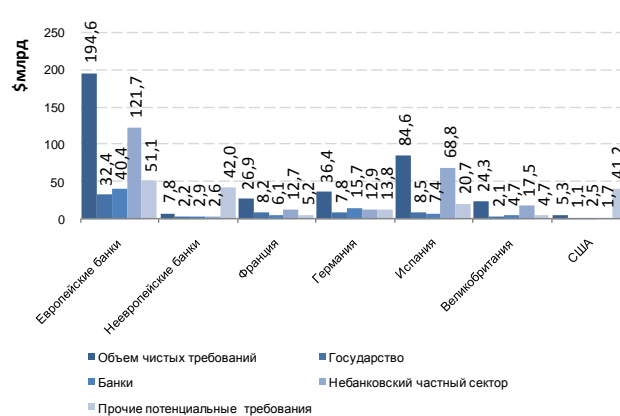
Другие яркие проблемные точки – Португалия и Испания. Ситуация здесь выглядит не настолько остро с сиюминутной точки зрения. Потребность Португалии в финансовой помощи на ближайшее время значительно меньше греческой, а Испания и вовсе, в отличие от Греции, пока выглядит вполне платежеспособной. Однако, потенциальные риски в связи с более крупными размерами национальных экономик и большим объемом долга, выглядят гораздо более серьезно. Особняком держится Ирландия – ее проблемы являются следствием не безрассудной бюджетной политики, а серьезного кризиса в банковской системе страны и высокого уровня за кредитованности реального сектора. Основной особенностью кризиса в Ирландии стала сильная связь между активами частных компаний и государственными средствами. Так, большая часть пенсионных фондов управляется Allied Irish Bank. И если он обанкротится, вся система пенсий окажется под угрозой.

### Чистые требования иностранных банков к странам PIGS

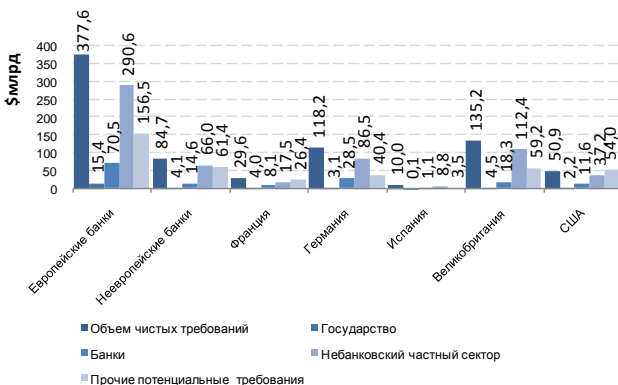
#### Греция



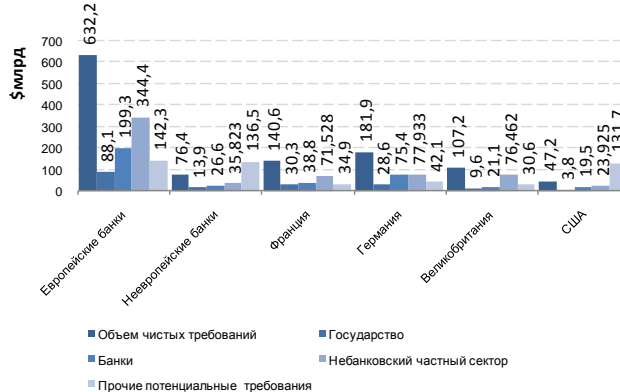
#### Португалия



#### Ирландия



#### Испания



Источник: BIS; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

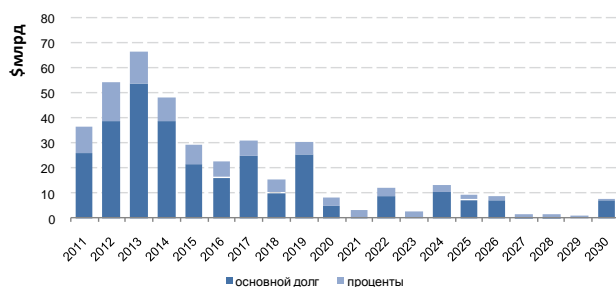
### Приватизация госсобственности и сокращение расходов бюджета как основные способы решения долгового кризиса

**Без пролонгации в любом случае не обойтись.** Перспектива дальнейшего развития европейского долгового кризиса зависит от того, какое решение будет принято на этот раз. Евросообщество и МВФ рассматривали множество вариантов софинансирования своей помощи, однако очевидным на сегодняшний день может быть только один из них – приватизация госсобственности и сокращение расходов бюджета стран периферийной Еврозоны. Вариант пролонгации сроков погашения облигаций (по сути, обмена старых долгов на новые без наступления «кредитного события»), держателями которых являются частные инвесторы, может быть сопряжен со сложностями. Очевидно, что далеко не все кредиторы согласятся на обмен облигаций, и только в том случае, если удастся договориться с пулом крупных банков (по данным BIS на конец 2010 г. только чистые требования немецких банков к Греции по суверенным долгам составляли 22,6 млрд. долл., французских – 15 млрд. долл.), такой сценарий более или менее реален. Однако в этом случае, очевидно, потребуются какие-то стимулы для них со стороны ЕЦБ с учетом того, что выпуск новых бумаг под рыночные ставки не является приемлемым сценарием уже для проблемных стран. Очевидно также и то, что принимаемые решения должны быть адекватны реальности, в отличие от сценария годичной давности, когда

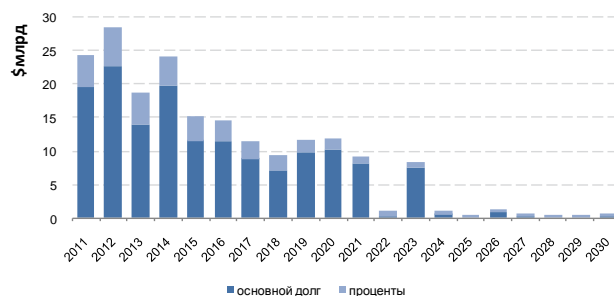
проблему просто «отодвинули» на 12 месяцев. В текущих условиях он будет неприемлемым, поскольку рынки, видя неплатежеспособность Греции, Португалии и Ирландии, уже вряд ли удовлетворятся таким вариантом развития событий. Очевидно, что при отсутствии значительной отсрочки погашения или предоставления более крупных кредитных линий со стороны ЕЦБ и МВФ проблема снова возникнет через год. Уже сейчас на 2012 г. объем погашений греческого суверенного долга запланирован в размере 45 млрд. евро, португальского – 23 млрд. евро, ирландского вместе с долгами двух крупнейших проблемных банков (Anglo Irish Banks и Bank of Ireland) – 22 млрд. евро, а таких денег нет ни у кого из них. Ситуация выглядит действительно патовой, поскольку на сегодняшний момент без внятных гарантий со стороны стран-реципиентов помощи страны-доноры не готовы к выделению таких объемов средств, в результате чего в Еврозоне уже стали раздаваться предложения, предусматривающие сценарии вплоть до полной ликвидации государственного суверенитета стран, по крайней мере, на уровне министерств финансов.

**Календарь платежей – сумма суверенного долга и долгов крупнейших проблемных частных кредиторов в млрд. евро**

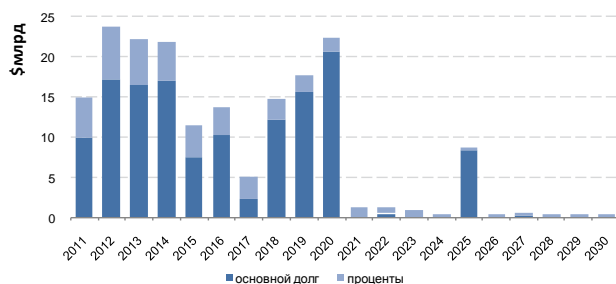
**Греция, Alpha Bank, EFG Eurobank**



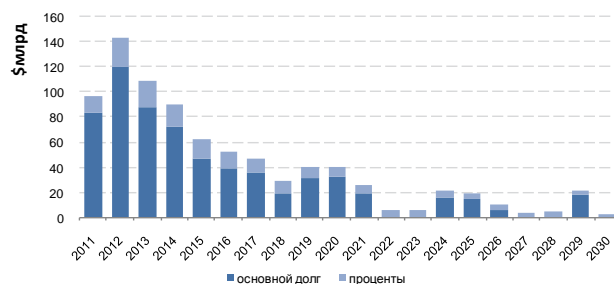
**Португалия, Banco Com. Portugues**



**Ирландия, AIB, Bank of Ireland**



**Испания, Banco Pop. Espanol, Banco de Sabadell, Bankinter**

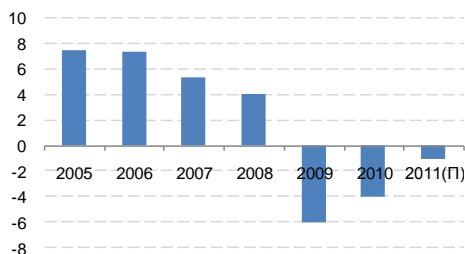


Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

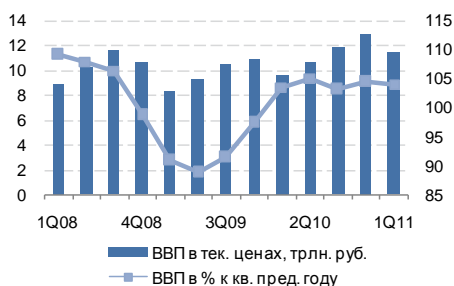
***Долговой кризис – серьезный ограничитель роста ставок***

**Воздействие на монетарную политику.** Ситуация осложняется тем, что монетарная политика ЕЦБ ориентирована, прежде всего, на состояние немецкой экономики, которая одной из немногих среди развитых стран, в основном, преодолела проблемы спада 2007-2009 гг. Пока что европейские банкиры стараются повышать ставки, но очень важным моментом является то, что реальные процентные ставки в Еврозоне остаются резко-отрицательными. Это достаточно сильно контрастирует с ситуацией, которая предшествовала циклу ужесточения монетарной политики в 2006-2008 гг., когда они были ближе к нулю, и демонстрирует высокую осторожность действий ЕЦБ. Очевидно, что меры количественного ослабления со стороны ЕЦБ мы сможем увидеть только при острой фазе долгового кризиса, чего пока еврочиновники допустить не намерены. В то же время, ситуация в Европе будет оставаться напряженной в любом случае, и этот фактор останется серьезным ограничителем роста ставок.

Профицит (дефицит)  
консолидированного бюджета России

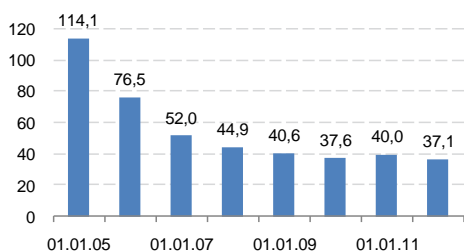


ВВП России



Источник: ГКС; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

Внешний долг России, млрд. долл.



Источник: Минфин; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

## Экономика России: подготовка к выборам-2012

Российская экономика продолжает оживать после мирового финансового кризиса. При этом динамика российских макропоказателей не так плачевна, как в развитых экономиках: США и Европе. Но «все гладко» только на первый взгляд.

**Дефицит бюджета.** Благодаря высоким уровням стоимости «черного золота» дефицит бюджета может составить лишь 1% ВВП, в то время как сам ВВП за год может вырасти на 4,2% (при планировании бюджета закладывалась стоимость нефти в размере 95 долл. за баррель). Но если сейчас бюджет более или менее выравнивается благодаря высоким ценам на нефть, то, по прогнозам Всемирного банка, судьба Греции может постигнуть Россию к 2030 г., конечно, если Россия не сократит госрасходы. Проблема дефицита бюджета в настоящий момент отсутствует из-за притока нефтедолларов, а также высокого уровня международных резервов (порядка 520 млрд. долл.). Таким образом, если поступления средств от нефтегазового сектора сократятся, разрушится вся структура российского бюджета.

**Долг.** Наиболее острой проблемой в мире сейчас является долговая яма, в которую свалились США и некоторые страны Еврозоны. В США превышена предельная граница госдолга в 14,3 трлн. долл. По итогам 2010 г. госдолг США составил более 90% от ВВП, Португалии и Ирландии превышает 90% от ВВП, а госдолг Греции подбирается к 150% от ВВП.

В России уровень госдолга не вызывает опасений: менее 10% от ВВП позволяют и дальше выходить на мировой рынок заимствований на комфортных условиях. Такая финансовая стабильность и доступ России к мировым деньгам связан лишь с высокими ценами на нефть, в случае их резкого падения инвесторы будут не так благосклонны к отечественной экономике.

Объем заимствований Россия может увеличить в ближайшие годы, что связано с крупными проектами, в частности Олимпийскими играми в Сочи, а также Чемпионатом мира по футболу 2018 г. Сможет ли Россия занять на выгодных условиях, будет зависеть от конъюнктуры рынка. Пока эта возможность есть.

**Отток капитала.** Важной проблемой для российской экономики является отток капитала: тенденция началась еще в прошлом году (по итогам 2010 г. отток составил 35,3 млрд. долл.) и в 2011 г. лишь имела продолжение. Причем не останавливали утечку даже высокие цены на нефть. Отток наблюдался из-за нескольких факторов. Во-первых, неблагоприятный инвестиционный климат, который традиционен для российской экономики. Во-вторых, это политические риски, связанные с выборами-2012. В-третьих, во втором полугодии по окончании программы QE2 ожидается коррекция цен на нефть. Но котировки «черного золота» не являются безоговорочным ориентиром: весной происходил мощный отток капитала, несмотря на рост цен на нефть. Наиболее вероятной причиной такого оттока является свержвыручка нефтяных компаний, которая частично уходит за

## Отток капитала продолжается вопреки всем прогнозам

рубеж из-за избытка ликвидности на российском рынке.

При этом динамика капитала полностью противоречит прогнозам, данным в конце прошлого года. Приток капитала по итогам года ждали как ЦБ РФ, так и Всемирный банк. Согласно ноябрьскому прогнозу ЦБ РФ по итогам 2011 г. приток капитала должен составить 10-20 млрд. долл. при цене на нефть 90 долл. за барр. С учетом текущей тенденции их прогнозы вряд ли сбудутся: выборы-2012 не добавляют привлекательности российской экономике и могут лишь усилить отток капитала в четвертом квартале.

По нашим прогнозам, отток капитала в третьем квартале продолжится, но более скромными темпами: уже в мае 2011 г. заметно замедление оттока: около 5 млрд. долл. (ориентировочно) против 7,8 млрд. долл. в апреле. За первые пять месяцев отток составил порядка 34,7 млрд. долл. По итогам 2011 г. размер оттока капитала может значительно превысить уровни 2010 г. и оказаться сопоставимым с 2009 г., когда отток составил 56,1 млрд. долл.

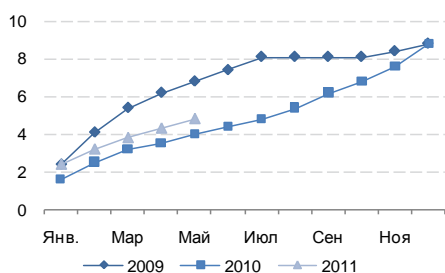
**Инфляция: засуха, часть вторая?** Согласно официальному прогнозу, инфляция по итогам года составит порядка 7%, но уже за пять месяцев рост цен составил 4,8%, что делает официальные прогнозы трудно выполнимыми. По итогам 2009-2010 гг. инфляция составляла 8,8%. Но в 2011 г. высока вероятность серьезного превышения официального прогноза годовой инфляции, которая может превысить 10%.

В начале 2011 г. рост цен проходил более быстрыми темпами по сравнению с прошлым: если за 5 мес. 2011 г. инфляция составила 4,8%, то за аналогичный период 2010 г. – лишь 4%. Ускорение инфляции объясняется последствиями засухи 2010 г., что вызвало скачок цен на продукты питания, в первую очередь, на зерновые. Скачок цен вынудил Россию ввести «зерновое эмбарго», но с 1 июля 2011 г. запрет снят: прогнозы по урожаю позитивны. Но данные ориентиры могут воплотиться в жизнь только в случае благоприятных климатических условий, а прогнозы синоптиков не так оптимистичны. Засуха может повториться, что вызовет неурожай и, соответственно, более стремительный рост цен даже по сравнению с прошлым годом. В таком случае можно будет надеяться лишь на зерновые запасы с целью интервенций и введения эмбарго. Также ускорению инфляции будет способствовать бум цен на бензин: подорожание топлива увеличивает издержки и вызывает цепную реакцию во всех отраслях. Рост стоимости топлива еще не полностью заложен в цены и будет и в дальнейшем оказывать влияние.

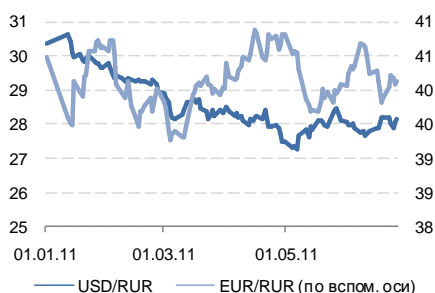
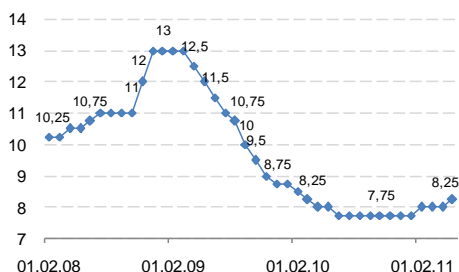
**Валюта: рубль vs доллар и евро.** Российский рубль за первое полугодие 2011 г. значительно окреп по отношению к основным мировым валютам: к доллару США рост составил 9,03% до 27,9877 руб., а к евро – 1,22% до 40,3226 руб. Основным драйвером для отечественной валюты стали высокие цены на нефть: если в начале года стоимость фьючерса на нефть марки Brent составляла 95 долл. за баррель, то уже весной фьючерс пробивал 125 долл.

Но не только рост сырьевых фьючерсов укреплял российский

Инфляция в России с начала года, %



Источник: Bloomberg, ГКС; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

**Динамика доллара США и евро относительно рубля**

**Уровень ставки рефинансирования ЦБ РФ**


Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

рубль: ЦБ РФ дважды повысил ставку рефинансирования. С 1 июня 2010 г. ЦБ РФ установил исторически низкий уровень ставки рефинансирования, а именно 7,75%. Именно данный уровень ставки действовал в начале года. Первое повышение состоялось в феврале, когда ЦБ РФ пошел на повышение ставки на 0,25% до 8,00%. Далее ставка была повышена еще на 0,25% до 8,25%. Основной причиной ужесточения денежно-кредитной политики Банка России стала борьба с инфляцией.

Еще одним фактором, поддерживающим российский рубль, стал новостной фон по европейским и американской экономикам, где говорили о возможных дефолтах. В европейском регионе внимание приковали долговые проблемы Греции, в США – госдолг еще в мае превысил предельную планку («потолок» госдолга составляет 14,3 трлн. долл.). Ослабление доллара на мировом рынке отразилось и на российском рубле. Во втором квартале картина несколько поменялась. Укрепление рубля приостановилось на фоне роста мировой напряженности, связанного с долговыми проблемами Еврозоны, а также ожиданиями завершения QE2 в США. Тем не менее, по факту мы увидели рост рубля к бивалютной корзине почти на 5%, и ключевым драйвером этого движения стало именно ослабление доллара.

Второе полугодие для отечественной валюты может оказаться не столь удачным. Для борьбы с инфляцией ЦБ РФ может продолжить повышение ставок: до конца года ставка может быть повышена еще на 0,75% до 9,00%. Данное решение ЦБ РФ может принять вновь для сдерживания роста цен. Но даже повышение ставки рефинансирования не сможет нивелировать давление на рубль в случае снижения цен на нефть. Фактор, вызвавший скачок цен на нефть весной этого года (политический кризис на Ближнем Востоке), сошел на нет: новость уже отыграна, а МЭА заявило о распечатывании стратегических запасов для снижения цен на нефть, что также имеет спекулятивный эффект. Дальнейшему укреплению рубля может препятствовать и восстановление доверия к американскому доллару, что не только напрямую повлияет на российский валютный рынок, но и косвенно – через цены на нефть. Бегство из российской валюты возможно и на фоне предстоящих выборов. Политические риски в настоящий момент значительны, и по итогам года рубль к доллару США может составить 31,0 руб., а к евро – 42,5 руб. Таким образом, наиболее перспективно смотрятся вложения в американские доллары, именно на данную валюту может приходиться больше половины сбережений.

## Обзор рынка сырья

Рынок сырья в первой половине 2011 г. приковывал к себе внимание больше особенного, что было вызвано существенным удорожанием ряда сырьевых активов и повышенной волатильностью относительно 2010 г. В первые шесть месяцев мы были свидетелями феерического надувания, а затем «сдутия» серебряного пузыря, нефть превысила 100 долл. за барр., многие металлы побили предкризисные максимумы. Ближе к концу второго квартала накал сырьевого рынка несколько снизился, но предпосылки для существенных движений как вверх, так и вниз все еще сохраняются.

### Рынок нефти

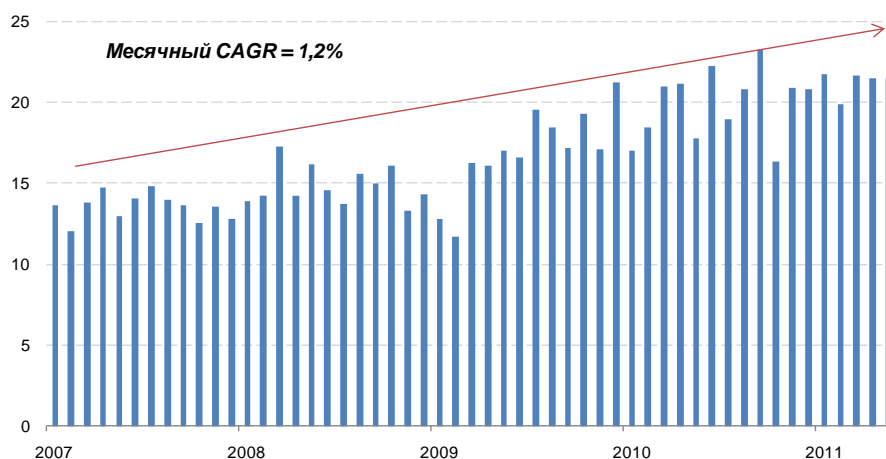
#### Баланс спроса и предложения

Рынок нефти – один из наиболее спекулятивных и расторганных. По количеству заключаемых контрактов он не имеет конкурентов. Тем не менее, основные движения цен на это сырье, имея они спекулятивный характер или иной, отражают фундаментальные предпосылки, формирующие спрос и предложение.

Время восстановления мировой экономики после кризиса 2008 г. показало, что потребление энергоресурсов развивающимися странами не стагнировало (как по некоторым развитым экономикам), а, наоборот, имело тенденцию к росту. Показательным примером здесь считается Китай. Эта страна увеличивает потребление нефти на 4-7% ежегодно при том, что является вторым потребителем нефти в мире после США. К тому же Китай увеличивает долю импортной нефти в структуре потребления. Так, с 2007 г. объем импорта нефти в Китае рос со среднегодовым темпом в 13,6%.

*Потребление энергоресурсов развивающимися странами имело тенденцию к росту*

#### Импорт нефти со стороны Китая, млн т



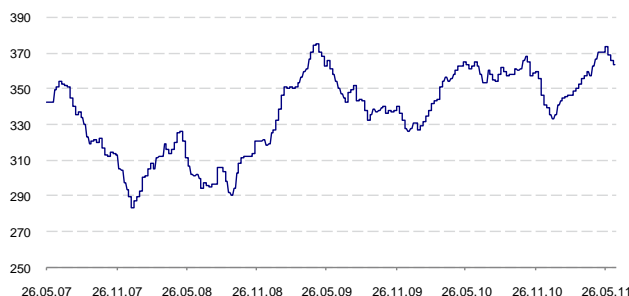
Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

Начиная с 2010 г., рост спроса на нефть и нефтепродукты стали демонстрировать традиционные основные потребители (США и Европа). Этот рост за 2010 г. составил более 1,1%. Хотя стоит отметить, что уровень запасов нефтепродуктов еще значителен.

**Запасы бензина в США, 1000 барр.**



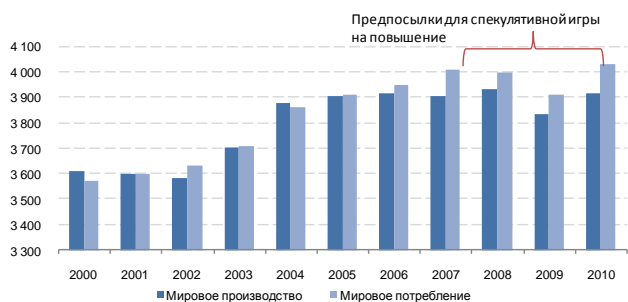
**Запасы нефти в США, 1000 барр.**



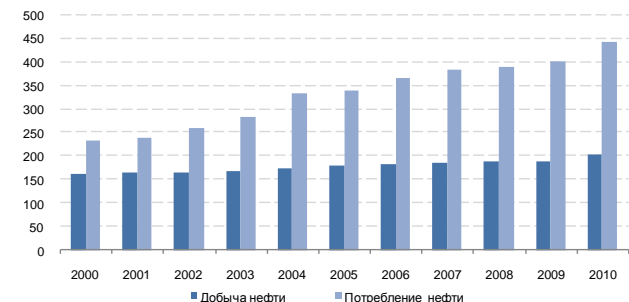
Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

По данным Международного Энергетического Агентства (МЭА), в 2011 г. спрос на нефть вырастет на 1,5% к значениям 2010 г. и составит 89,2 млн барр. в сутки (рост на 1,32 млн барр. в сутки). Из графиков видно, что добыча стабильно отстает от потребления (хотя нужно отметить, что данные по потреблению включают в себя использование резервов, так называемых прочих жидких углеводородов и купленных объемов на срочном рынке).

**Производство и видимое потребление нефти в Море, млн т**



**Производство и потребление нефти в Китае, млн т**



Источник: ВР; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

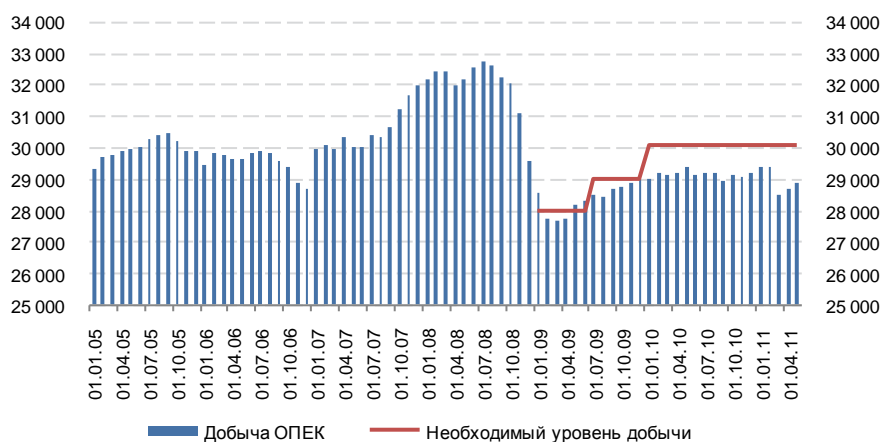
**Страны ОПЕК не хотят увеличивать поставки нефти**

На фоне восстановления потребности мировой экономики в нефти ситуация с предложением не выглядит также радужно. Страны ОПЕК, на долю которых приходится порядка 33% мировой добычи и которые имеют в настоящее время свободные мощности в объеме 4,9 млн барр. в сутки, не могут или, правильней сказать, не хотят увеличивать поставки нефти на рынок. Тем не менее, наличие серьезного объема резервных мощностей у ОПЕК не снимает опасений как инвесторов, так и потребителей в том, что в перспективе ближайших лет не возникнет дефицита нефти. Дополнительной причиной таких опасений является напряженность, наблюдаемая с начала года на Ближнем Востоке и в Северной Африке. Из-за одной только затянувшейся военной операции в Ливии мир недополучает около 1 млн барр. нефти в день, а общее снижение добычи странами

ОПЕК с начала дестабилизации ситуации в регионе составило на начало мая 1,3 млн барр.

По данным МЭА, для того, чтобы обеспечить растущие потребности мировой экономики в нефти, ОПЕК нужно увеличить добычу в третьем квартале с нынешних 28,75 млн барр. до 30,1 млн барр. в сутки. Эта задача посильная, но сложная, причем сложная в большей степени в политическом отношении, нежели в техническом. Значительному числу стран ОПЕК высокие цены на нефть выгодны в текущих условиях политической нестабильности в этом регионе, поэтому они не спешат увеличивать квоты на добычу.

#### Добыча ОПЕК, млн барр. в сутки



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

Скорее всего, ОПЕК не будет долго противиться повышению квот. Показателем этого может служить последнее заседание стран картеля 8 июня. Тогда квоты остались на неизменном уровне (24,8 млн барр. в сутки), однако комментарий основной страны картеля – Саудовской Аравии – гласил о запланированном нарушении квот и предложении больших объемов на рынке. Между тем, слишком консервативная политика ОПЕК в отношении повышения квот может обернуться для картеля тем, что развитые страны начнут раскрывать свои стратегические запасы и создавать дополнительную конкуренцию (об этом уже заявили и США, и МЭА). Так, МЭА 23 июня объявило о том, что выставит из своих резервов 60 млн барр. нефти.

В перспективе на период 2-4 лет свободные мощности стран ОПЕК и независимых производителей, скорее всего, будут полностью задействованы, этому будет способствовать продолжающийся экономический рост в развивающихся странах. По консервативным прогнозам МЭА, потребление нефти в мире к 2015 г. составит 95 млн барр. нефти в сутки (рост на 7 млн барр. к уровню 2010 г.). Данная ситуация будет создавать фундаментальную обоснованность текущих ценовых показателей.

#### Нефти много, но она «тяжелеет»

Важным аспектом ценообразования на рынке нефти служит традиционно спрос и предложение. Потребление нефти будет увеличиваться даже при том аспекте, что мир пытается задействовать все больше альтернативных источников энергии.

**Потребление нефти в мире к 2015 г. вырастет на 7 млн барр. в сутки**

Стоит отметить, что легко доступной нефти в мире становится все меньше, но в то же время общих запасов жидкого углеводородного сырья в мире более чем достаточно. Так, согласно данным Геологической службы США, извлекаемые запасы тяжелой нефти в мире составляют 434 млрд. барр., еще 2,962 трлн. барр. пока добыть нельзя. С учетом этих запасов обеспеченность мира углеводородным сырьем вырастает до 55 лет с 40. А с прицелом на развитие технологий добычи труднодоступной и высоко тяжелой нефти обеспеченность вырастает на период до 140 лет и более.

Вовлечение в отработку месторождений тяжелой трудноизвлекаемой нефти и нефти глубокого залегания – это вопрос не только технологий. Уже сейчас технологии позволяют разрабатывать нефтегазовые месторождения арктического шельфа. Однако вопрос реализации этих проектов заключается больше в высоких капитальных вложениях на создание инфраструктуры в отдаленных частях земного шара, которые, естественно, покрываются исключительно эффективными технологиями отработки сложных месторождений и высокими ценами на конечный углеводородный продукт. Таким образом, высокие цены на нефть, сложившиеся в конце 2010 г. - начале 2011 г., – это нынешнее отражение инвесторами относительно отдаленных перспектив необходимости ввода новых сложных как в геологическом, так и инфраструктурном плане объектов недропользования, освоение которых будет выгодным при уровне цен выше 75 долл. за барр.

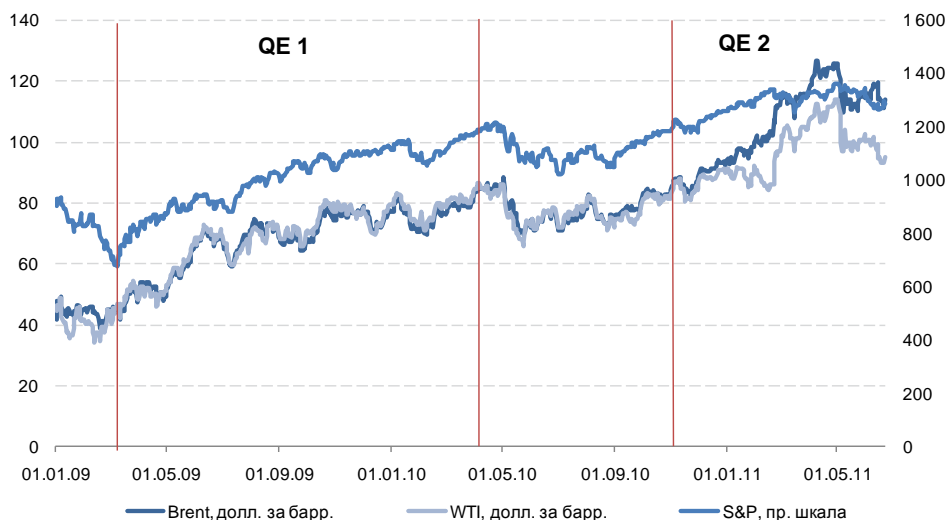
**Сегодняшние цены на нефть – это отражение необходимости ввода в будущем сложных месторождений**

### **Нефтяные котировки поддерживает QE**

Дополнительным фактором, способствующим росту цен на нефть последние полтора года, является действие программ количественного смягчения (QE, QE2), работающих в США с начала 2009 г. Именно подпитка рынков свежими деньгами создавала возможности для переоценки инвесторами инфляционных ожиданий. Также инвесторы, стремясь обезопасить свои активы от обесценения, вызванного «печатаньем денег», уходили в «качество», а именно в сырьевые товары, в том числе и нефть.

Отметим, что в июне 2011 г. программа QE2 завершается, и, в случае отсутствия очередных предложений по поддержке экономики со стороны ФРС, это может стать сигналом к коррекции на рынке, в том числе и нефтяном. Дальнейшие шаги американского ФРС пока сложно прогнозировать, но с большой долей вероятности система возьмет паузу до конца года для анализа эффекта предыдущих программ с возможностью точечного вливания средств в сложные узлы рынка.

### Влияние QE1-2 на S&P500 и нефть



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

**Цены на нефть в горизонте 1,5-2 лет будут держаться в диапазоне 100-115 долл. за барр.**

### Наши ожидания

Исходя из прогноза скорого возникновения баланса между спросом и предложением нефти (в последние полтора года наблюдался профицит по отдельным рынкам), а в дальнейшем возникновения дефицита легкой нефти, а также на фоне сохранения сложной геополитической обстановки в традиционных регионах нефтедобычи, мы полагаем, что цены на нефть в горизонте полутора-двух лет будут держаться в диапазоне 100-115 долл. за барр. При этом не исключается вероятность технической коррекции сырьевых рынков после завершения политики количественного смягчения во втором полугодии 2011 г. до уровня 85-90 долл. за барр., от которого произойдет восстановление цен. Отметим, что во втором полугодии можно будет сыграть на схождении рекордного спреда между сортами Brent и WTI. Текущее положение можно назвать уникальным: на легкую более качественную нефть цены держатся на рекордном минимуме в сравнении с Brent. Основная причина такого спреда лежит в излишней спекулятивной составляющей и высокой ликвидности марки Brent.

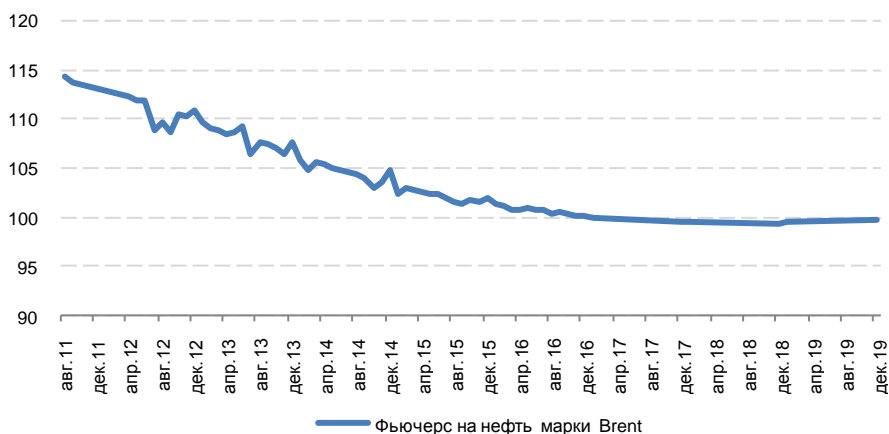
### Спред между Brent и WTI, долл.



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

Построение моделей компаний нефтегазового сектора основывается на долгосрочной цене нефти на уровне 100 долл. за барр., т.к. данный уровень позволит нефтяным компаниям своевременно вводить новые сложные месторождения нефти в оборот и удовлетворять потребности рынка.

#### Фьючерс на нефть марки Brent, долл. за барр.



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

## Рынок газа

### Ядерный гамбит.

Рынок газа более консервативен и менее волатилен чем нефтяной в силу ряда факторов, среди которых технический (физическая специфика газа как энергоресурса), географический и логистический. Однако анализ рынка представляет определенный интерес для понимания стоимости газовых компаний России, таких как Газпром и НОВАТЭК.

Специфика газа – как энергоносителя – диктует рынку условия привязки цен контрактного природного газа к цене корзины нефтепродуктов (газойль, мазут) с лагом в более чем полгода. Таким образом, можно смело прогнозировать цену на контрактный газ во второй половине года выше текущих значений на 15% и более (свыше 450 долл. за тыс. куб. м.).

При этом заключенные долгосрочные газовые контракты и контрактные цены не предполагают, что потребитель будет выбирать все законтрактованные объемы. Период 2009-2010 гг. это наглядно показал, когда европейский потребитель перестал покупать дорогой газ в расчете на дальнейшее снижение цен трубопроводного газа и переключился на более дешевый в тот момент сжиженный природный газ (СПГ) из Катара. Как следствие, Газпром снизил свою долю рынка с 28% до 23%.

Именно активное развитие технологий сжижения газа, приемной инфраструктуры, а также так называемая «сланцевая революция» на газовом рынке США привели к увеличению значения и влияния СПГ в мире и Европе в частности. СПГ обладает уникальным свойством – мобильностью. Это свойство на фоне экономического кризиса, роста объема предложения СПГ и снижения потребления всех видов энергоносителей дало перекося в виде того, что СПГ

**Ожидается, что цены на контрактный газ во 2 половине года вырастут на 15% от текущих котировок**

стал стоить дешевле, чем трубопроводный газ, при том, что его себестоимость (включая транспортировку) на 10-15% дороже себестоимости трубопроводного природного газа.

В 2010 г. европейские потребители стремились перекроить схему функционирования газового рынка, отвязав цены долгосрочных контрактов от цены корзины нефтепродуктов, и предлагали в качестве ориентира цены рынок СПГ. Отчасти им это удавалось, т.к. ряд европейских компаний и Газпром начали реализовывать часть трубопроводного газа по спотовым ценам, и доля спота в течение года увеличивалась.

Ситуация, когда СПГ стоит меньше трубопроводного газа, могла наблюдаться до 2012-2013 гг., когда бы полностью восстановилось потребление. Однако, ценовая ситуация, да и газовая риторика европейских стран, сменилась уже в начале марта текущего года.

Основная причина смены акцентов – это природная, а впоследствии и техногенная катастрофа в Японии. Известно, что атомные реакторы вырабатывали 30% всей энергии этой страны – 47,5 ГВт. С момента катастрофы Япония заморозила проекты строительства новых реакторов и заглушила часть действующих, что спровоцировало существенный рост потребления заменителя урана – газа.

Ядерный кризис в Японии спровоцировал всплеск пересмотра отношений к атомной энергетике не только в этой стране. Ряд европейских государств также остановили строительство своих объектов на неопределенное время. Все это дало толчок к росту потребления газа как наиболее подходящего заменителя атомной энергии из-за его экологичности относительно других источников.

Повышенный спрос на СПГ в Японии, остановка семи старых АЭС в Германии, а также другие рыночные факторы (остановка поставок из Ливии в южноевропейские страны) могут отразиться на повышении цен на газ на 20-30% в текущем году. По оценкам ИНЭИ РАН, спотовые цены на газ только вследствие «атомного» фактора (закрытие ряда АЭС в Японии и в Европе) вырастут в Европе на 11%, в Азии – на 12%, а в США – на 5%.

#### Спотовые цены на газ в Европе, долл. за тыс. куб. м



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

## Рынок минеральных удобрений

### Продовольственная безопасность и цены на удобрения – какая корреляция?

*Рост цен на удобрения поддерживался фундаментальными предпосылками*

Первая половина 2011 г. ознаменовалась существенным ростом цен на рынке сырья по широкому фронту, в том числе и по минеральным удобрениям (азотные, калийные, фосфатные). Рост цен на удобрения помимо общих спекулятивных причин поддерживался реальными экономическими фундаментальными предпосылками. В частности, в начале 2011 г. резко ускорился темп роста мировой инфляции, причем именно продовольственной инфляции. Как известно, существенное подорожание продовольствия имеет четкую последовательность дальнейших изменений в сельском хозяйстве и сфере минеральных удобрений. Рост цен способствует увеличению спроса на сельхозпродукцию и, соответственно, потребности в расширении сельхозугодий, а это, в свою очередь, толкает вверх спрос на минеральные удобрения.

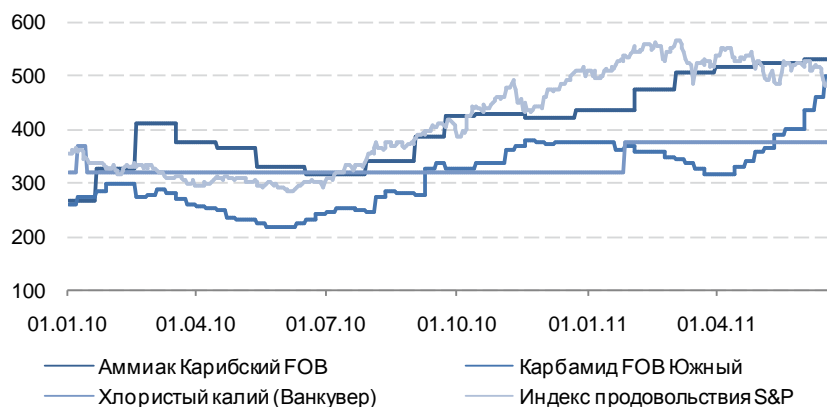
С начала года цены на основные виды удобрений значительно выросли. Так, аммиак с начала года подорожал на мировом рынке на 22,5%, карбамид – на 22,6%, хлористый калий – на 17,2%. От такой благоприятной конъюнктуры выигрывают именно экспортоориентированные компании. Российские производители удобрений как раз к ним и принадлежат: доля экспорта в нашей стране составляет в среднем 80-85%. В связи с благоприятной конъюнктурой и продолжением роста загрузки производственных мощностей на фоне повышенного спроса мы ожидаем сильных финансовых показателей отечественных производителей удобрений по итогам первого полугодия и 2011 г. в целом.

Второе полугодие для рынка минеральных удобрений будет не менее благоприятным, чем первое, т.к. предпосылок к охлаждению продовольственной инфляции в настоящее время нет или они незначительные.

*В ближайшей перспективе намечается повышенный спрос на азотные минеральные удобрения*

Рассматривая рынок минеральных удобрений в разрезе на виды продукции, отметим, что на ближайшую перспективу существует повышенный спрос на азотные минеральные удобрения, что будет отражаться в опережающей динамике роста их стоимости. Однако осенью 2011 г. ожидается смещение спроса в сторону калийных удобрений под влиянием усиления ориентации сельхозпроизводителей на долгосрочное развитие и удобрение сельхозугодий (специфика калийных удобрений). Осенью 2011 г. планируются новые раунды переговоров производителей калийных удобрений с такими странами как Индия и Китай, не исключено, что для рынка будут даны новые более высокие ориентиры стоимости этого вида удобрений.

### Цены на основные минеральные удобрения, долл.



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

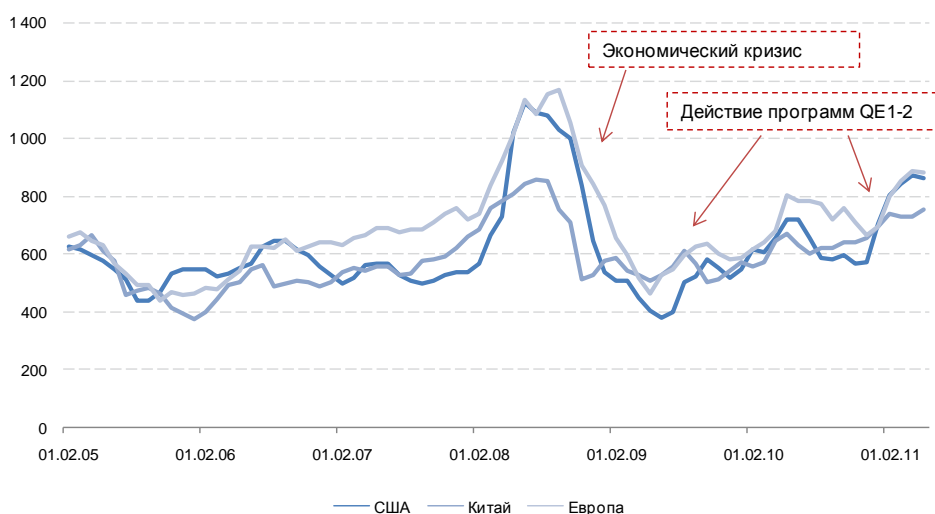
### Рынок стали

Мировые цены на сталь за последние 4-5 месяцев выросли на 50-75% как под влиянием фундаментальных факторов спроса и предложения, так и в связи с исключительным дефицитом предложения на рынках сырья, вызвавшим резкое удорожание железной руды и коксующегося угля.

Мировые цены на горячекатаную рулонную сталь в апреле приблизились к 900 долл. за тонну. Однако в начале мая по многим сырьевым площадкам прокатилась спекулятивная волна распродаж, вызванная долговыми проблемами южноевропейских стран, и она не осталась в стороне от рынка стали.

Дальнейшее движение цен на сталь (до конца года) будет носить волатильный характер, находясь под влиянием неопределенности в отношении долговых проблем Еврозоны, опасений по сохранению прежних темпов роста мировой экономики и сворачивания стимулирующих мер ФРС.

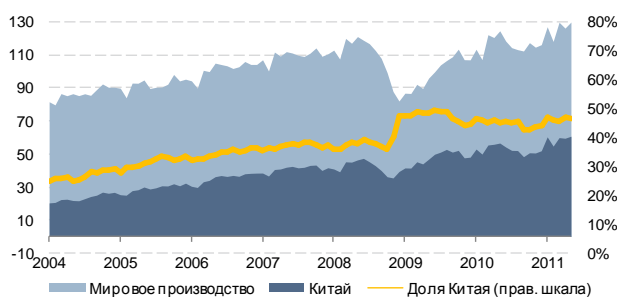
### Цены на сталь, долл. за т



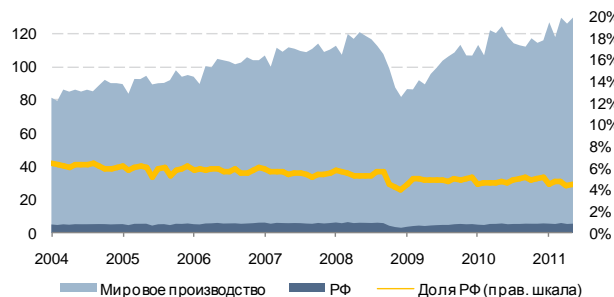
Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

Мировое производство стали в 1 кв. 2011 г. достигло нового рекордного уровня в 374,5 млн т, что на 8,8% выше 1 кв. 2010 г. и на 7,3% – предыдущего квартала. Это стало возможным благодаря максимальным объемам выплавки в марте, которые за год выросли на 7% и составили 129 млн т. Ключевым фактором всплеска производства стало резкое ускорение роста сталелитейного производства в Китае, где были произведены рекордные для первого квартала 173,6 млн т, что на 10% выше уровня годичной давности и на 14,2% – предыдущего квартала. Последние показатели выплавки стали значительно выше прогнозов и отражают мощное ускорение роста в обрабатывающей и строительной отраслях Китая в 1 кв. 2011 г.

Производство стали, млн т.



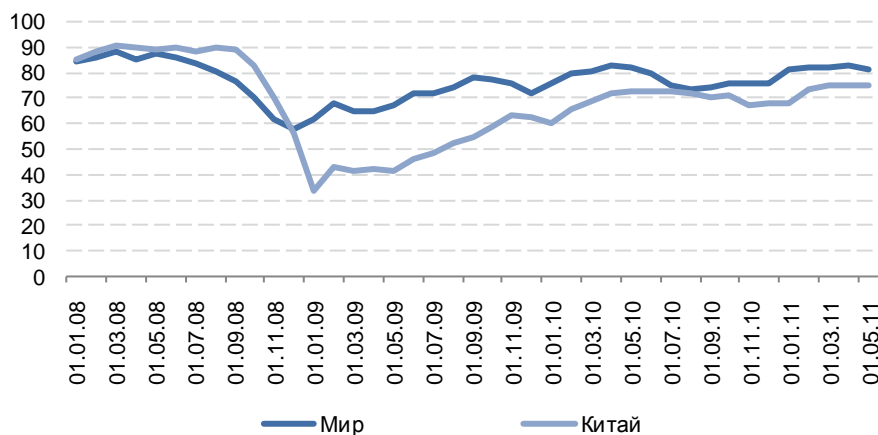
Производство стали, млн т.



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

На текущий момент уровень загрузки мировых сталелитейных мощностей составляет 82%, а в Китае все 94%. Таким образом, свободных мощностей меньше, чем прогнозировали ряд консалтинговых компаний. В совокупности с сокращением объемов производства стали в Японии ценам на сталь будет обеспечена фундаментальная поддержка в среднесрочной перспективе.

Уровень загрузки мощностей по выплавке стали, %



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

Мировое потребление стали в 1 кв. 2011 г. также выросло гораздо сильнее чем ожидалось, главным образом благодаря США, где рост спроса составил 15% год к году. По прогнозам отраслевых экспертов, мировое потребление готовой стали в 1 кв. 2011 г. увеличилось на 12% год к году, а в Китае – чуть больше чем на 10%. Учитывая высокую базу 1 кв. 2010 г. (когда мировое потребление выросло на 29,7%), нынешние темпы роста свидетельствуют о мощном восстановительном тренде в экономиках развитых стран. В свою очередь, дефицит качественной выплавки стали в Китае будет являться дополнительным фундаментальным фактором, поддерживающим цены на текущих значениях. Кроме того, Всемирная ассоциация производителей стали недавно повысила прогноз роста спроса на сталь в США в 2011 г. до 12%, что предполагает сохранение динамики 1 кв. 2011 г. на протяжении практически всего года. Учитывая высокие объемы производства и ожидаемый рост потребления на 10% в 2011 г., во 2 полугодии 2011 г. на мировых рынках стали может возникнуть дефицит предложения, который приведет к новому витку повышения цен. В случае стабилизации политической ситуации на Ближнем Востоке и в Северной Африке или оживления японской экономики росту может быть придан более мощный импульс. По нашим оценкам, к концу года цены на горячекатаную рулонную сталь во многих регионах могут вернуться к 900-1 000 долл. за тонну.

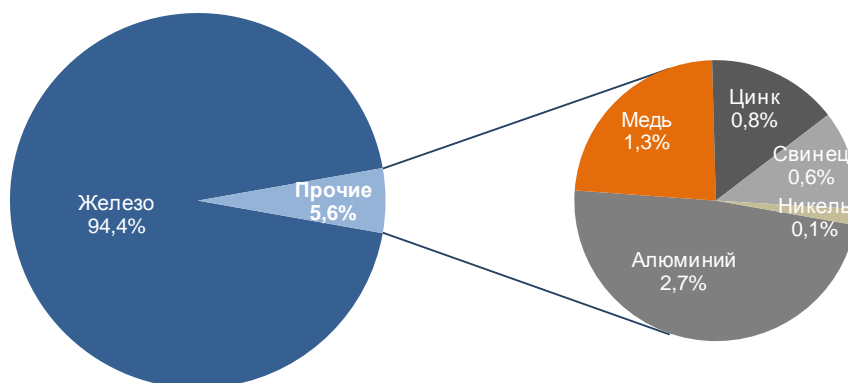
## Рынок меди

### Глобальный взгляд

Медь – металл второй стадии индустриального развития экономики. По объемам мирового потребления медь занимает третье место после железа и алюминия.

**Медь – индикатор индустриального развития экономики**

#### Объемы потребления меди по странам, млн т



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОР ИНВЕСТ

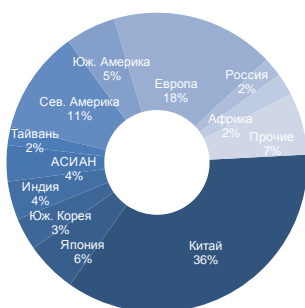
**Рост объема потребления меди в 2010 г. составил 5,4%**

Ее использование наиболее востребовано в таких секторах экономики как электроэнергетика, строительство и транспорт. С включением в активную стадию индустриализации таких стран как Китай, Индия, Бразилия потребность в металле только увеличивается и будет оставаться высокой еще длительное время. Общий объем потребления меди в 2010 г. в мире составил 19,23 млн т, что на 5,4% больше чем в 2009 г. На текущий момент

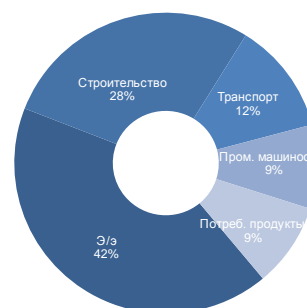
основным потребителем данного металла является Китай (36% общего объема потребления). Другие страны входящие в BRIC по мере модернизации и обновления своих производств также начинают демонстрировать высокие темпы роста потребления меди.

**Китайский фактор.** КНР с ежегодной потребностью в меди на уровне 7,4 млн т является основным потребителем в мире и, как следствие, она формирует основные тренды на рынке.

**Потребление меди по странам**



**Потребление меди по секторам**

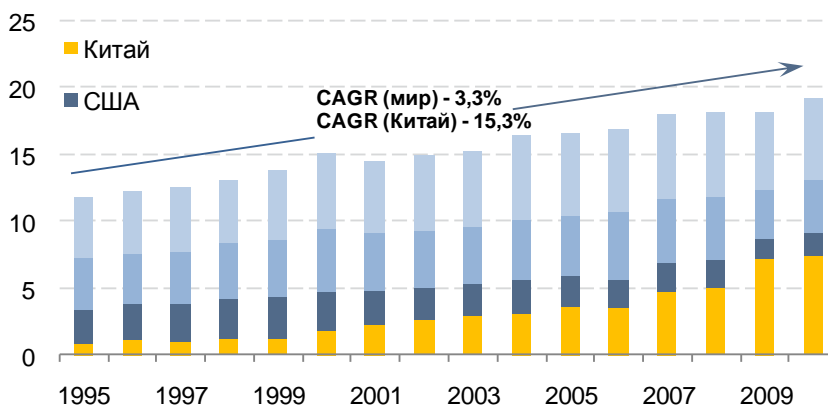


Источник: ICSG; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

**Китай обеспечивает себя собственной медью только на 16%**

На протяжении последних 15 лет темпы роста потребления меди Китаем составляли более 15% в год. При этом собственное производство может удовлетворить потребность только на 16%, все остальное экспортируется. Данное обстоятельство является хорошим фундаментальным поддерживающим фактором для рынка меди и цен на нее. По прогнозам ICSG, китайская экономика только вступила в фазу высокого спроса на медь. С учетом того, что медь является металлом, повышающим энергоэффективность промышленности и всей экономики, можно прогнозировать сохранение высоких объемов потребления этого металла Китаем. Так, на одном из последних заседаний госсовета КНР принималась программа, нацеленная на повышение эффективности работы энергетического сектора государства. Высокая потребность в меди, по нашим прогнозам, будет поддерживать цены на этот металл.

**Потребления меди по странам, млн т**



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

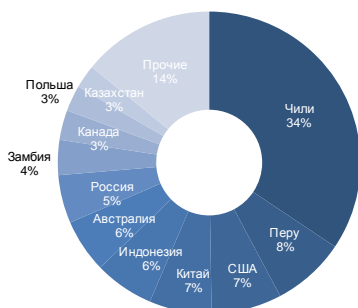
**В Китае действует программа по накоплению госрезервов основных видов сырья, в том числе и меди**

Помимо поддерживающих факторов, Китай и его политика в области сырьевых активов могут нести в себе потенциальные риски для цен на сырье. С 2008 г. в Китае действует политика по созданию и накоплению госрезервов основных полезных ископаемых для повышения стратегической безопасности страны. Среди таких полезных ископаемых присутствует и медь. Данную информацию можно воспринимать двояко. С одной стороны, накопление госрезерва по меди создает дополнительный спрос на металл, с другой, как только будут достигнуты целевые показатели наполняемости, китайская поддержка на рынке исчезнет, что может привести к просадке цен на металл. Риск может реализоваться, но скорее всего, это произойдет в перспективе 2-3 лет. За этот период окрепнут другие направления потребления меди (в других странах BRIC).

Риском для снижения цен также являются попытки руководства Китая сократить высокие темпы экономического роста страны в последние годы посредством повышения процентных ставок. Именно благодаря тому, что экономика и промышленность Поднебесной в последние десятилетия показывали одни из самых высоких темпов роста, соответствующая динамика наблюдалась и в области потребления базовых металлов, включая медь. Сейчас инвесторы очень остро реагируют на любые реальные меры, способные сдерживать быстрое развитие экономики Китая. Даже замедление роста экономики в два раза не способно серьезным образом повлиять на цены на медь в долгосрочной перспективе. Текущее потребление останется на высоком уровне, а увеличение предложения металла на рынке остается ограниченным.

**Ресурсная база.** Запасы медных руд являются одними из самых локализованных среди металлических руд. Более 35% всех объемов извлекаемых запасов медных руд находятся в геологической провинции между Чили и Перу. Важными сырьевыми базами в глобальном плане являются запасы меди в США, Центральноафриканском Плато (Африканский медный пояс), Уральском медном поясе, геологическом районе Казахстана и Узбекистана, Австралийском бассейне.

**Добыча меди по странам**



**Извлекаемые запасы меди по странам**



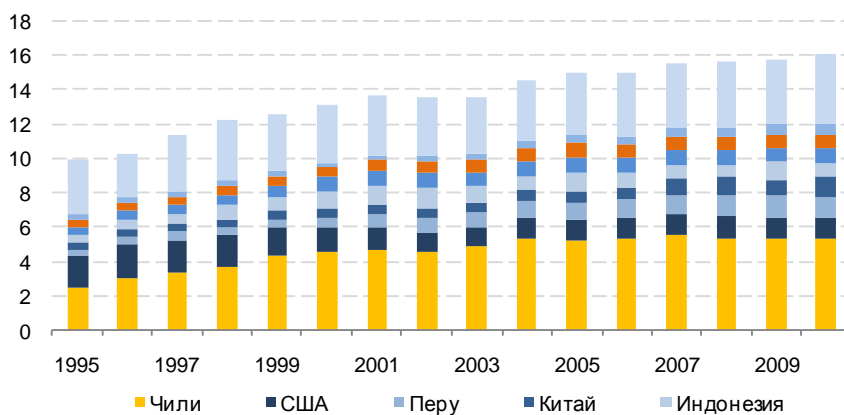
Источник: ICSG; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

### Чили – крупнейший, но нестабильный производитель меди

**Чилийский фактор.** Обладая самыми обширными запасами медной руды, Чили является и самым крупным производителем черновой меди. В то же время, при таком уровне добычи и производства меди Чили имеет один из самых невысоких показателей обеспеченности сырьем – до 25 лет. В долгосрочной перспективе это служит серьезным позитивным фундаментальным фактором поддержки цен на медь. К краткосрочным факторам, можно отнести нестабильность производства меди из-за регулярных забастовок рабочих в Чили. Так, взлеты цен на медь в 2009 г. отчасти были спровоцированы забастовками работников чилийской компании Xstrata.

**Фактор новых проектов.** По данным Metal Strategic Study Group of Canada, на текущий момент существует значительное число проектов по вводу в разработку новых месторождений меди. В период между 2010 г. и 2012 г. может быть запущено 24 новых медных проекта суммарной мощностью по производству черновой меди в 3,4 млн т или 21% от общего объема производства меди посредством добычи. Появление новых производств может служить сдерживающим фактором роста цен на медь. Однако из потенциальных 3,4 млн т меди лишь половина будет считаться новым предложением, другая же половина просто заместит выпадающую добычу старых объектов. Другая половина, которая относится к расширенному предложению, будет востребована рынком полностью уже в 2013-2014 гг.

Производство меди за счет добычи по странам, млн т



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

### Медь все больше начинает рассматриваться инвесторами как финансовый инструмент

**Медь – финансовый актив.** Как известно, при наличии спроса и предложения на рынке можно купить и продать практически все, что угодно. Медь за счет распространения биржевой торговли и развития деривативов становится привлекательным финансовым инструментом. Именно благодаря развитию срочного рынка и накоплению коммерческих запасов на LME, медь превращается, помимо промышленного металла, в инструмент диверсификации вложений для инвесторов. В конце 2010 г. JP Morgan Chase&Co был крупнейшим скупщиком запасов меди на LME. Но в начале текущего года банк подал документы в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) США на создание торгующегося на бирже фонда (ETF), обеспеченного физическими поставками меди. По сообщению биржи, трейдер консолидировал до 80-90% запасов биржи почти на 1,5 млрд. долл. Таким образом,

**В долгосрочной перспективе мы прогнозируем цены на медь на уровне 8 тыс. долл. за тонну**

ускоренный рост цен на медь осенью прошлого года был вызван действиями JP Morgan. Интерес инвестиционных банков к промышленным металлам (в частности меди) в ближайшие годы будет расти за счет чрезмерной ликвидности на рынке, попыткам диверсифицировать свои вложения в сырье (значительная доля сейчас в нефти) и перспективам роста цен на металлы.

**Ценовые ожидания.** Все вышеописанное позволяет нам прогнозировать сохранение высокого спроса на промышленные металлы и, в частности, на медь. Поэтому определяющим фактором динамики цен на металлы будет являться предложение. За счет того, что до 75% добычи меди сосредоточено в руках небольшой группы производителей, предпосылок для снижения цен в ближайшие годы не наблюдается. Таким образом, на основе консервативных прогнозов цены на медь в долгосрочной перспективе будут находиться на уровне 8 тыс. долл. за метрическую тонну. Такая цена позволит своевременно вовлекать в эксплуатацию новые более сложные с геологической точки зрения объекты в целях поддержания приемлемого баланса между спросом и предложением.

**Прогноз цен на медь, долл. за т**



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОР ИНВЕСТ

## Российский рынок

Россия богата на залежи полезных металлических ископаемых, и соответствующие производства получили второе значение в экономике страны после нефтегазового сектора. Среди основных черт российской цветной металлургии можно выделить следующие:

- высокая конкурентоспособность металлургических производств в сравнении с мировыми лидерами отрасли;
- ориентация металлургических производств на экспорт;
- высокая концентрация производства как по территориальному признаку, так и по корпоративному – более 90% объема выпуска металлов сосредоточены в руках 6 холдинговых структур;
- более 95% производства меди делится между тремя игроками;
- рынок медной продукции характеризуется выпуском товаров с низкой добавленной стоимостью (медный

- концентрат, черновая медь);
- высокая маржинальность бизнеса.

**Ресурсная база.** На территории России сосредоточено порядка 4% мировых извлекаемых запасов меди. Основная сырьевая база медных ресурсов находится в Уральском медном поясе, в отдаленных районах Сибири и Дальнего Востока. Российская сырьевая база по меди характеризуется наличием разных тип руд и значительным количеством небольших месторождений.

**Основные игроки на российском медном рынке.** Более 95% всего производства меди делят между собой три компании: ГМК «Норильский Никель», «Уральская Горно-металлургическая компания» (УГМК) в лице своих публичных «дочек» и «Русская медная компания». Эти компании являются крупными игроками и на международном рынке. Все компании относятся к группе вертикально интегрированных металлургических компаний, производство меди в них проходит все стадии от добычи руды до получения рафинированной меди.

**Новые игроки на рынке.** Уральский медный пояс богат на небольшие локализованные месторождения меди. Данное обстоятельство и высокие текущие цены на медь создают благодатную почву для появления новых небольших игроков на рынке. Примером может служить предприятие «Урал-Полиметалл», собравшее ряд локально расположенных лицензий на медные и полиметаллические месторождения, а также «Металлоинвест» – компания, получившая в 2009 г. лицензию на одно из крупнейших медных месторождений – Удокан.

**Более 95% производства меди в России приходится на долю всего трех компаний**

## Рынок цинка

Цинк используется преимущественно в качестве антикоррозийного покрытия для стальных и железных изделий, также металл широко применяется в сплавах и в химической промышленности. Около половины мирового производства цинка используется для оцинковки и более 30% – для производства сплавов.

Основным применением цинка в России является оцинковка, для которой используется более 60% всего выпуска цинка в стране, а на производство сплавов и химическую промышленность приходится порядка 32%.

Использование цинка в мире



Использование цинка в России



Источник: Bloomberg, ЧЦЗ; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

**Китай является основным и высоко обеспеченным потребителем цинка с долей в 44%**

**Потребление цинка.** Основным потребителем цинка, как и меди, является Китай, на который приходится 44% мирового потребления. Между тем, обеспеченность Китая в собственном выпуске цинка достаточно велика, что отличается от ситуации с медью. Данное обстоятельство снижает действие китайского фактора на цены на данный металл. Принимая во внимание, что цинк является промышленным металлом, потребление которого зависит от развития автомобильной промышленности и строительства инфраструктуры, мы прогнозируем сохранение текущих объемов потребления данного металла в перспективе 10 лет.

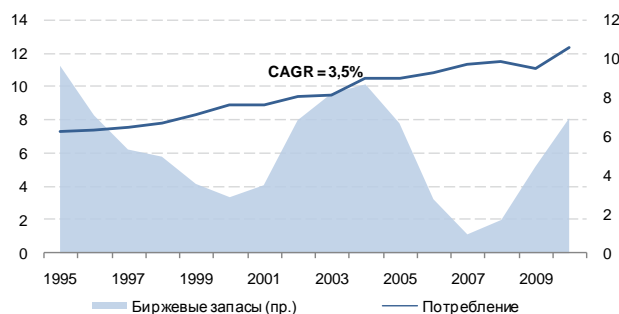
**Место России в мировом производстве.** В мировой добыче цинка доля России сравнительно невелика. Основными производителями металла являются Китай, Перу и Австралия, которые совокупно производят около 44% мирового объема. Тем не менее, российские запасы цинка (ABC1,2 – 61,7 млн т) являются одними из крупнейших в мире.

**Россия и потребление цинка.** В настоящее время Россия испытывает серьезный дефицит цинкового концентрата. Основные добывающие мощности располагаются в странах СНГ, а переработка и потребление – в нашей стране. Сейчас российский цинковый сектор может обеспечить только 75% потребности промышленных предприятий в этом металле (его концентрате). Все остальное российские потребители закупают на внешних рынках.

**Потребление цинка по странам**



**Общее потребление и уровень запасов, млн т**

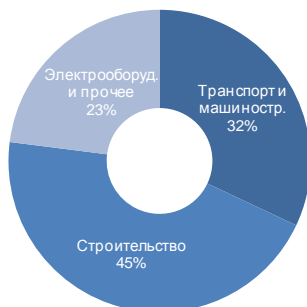


Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

**По прогнозам российская промышленность будет увеличивать потребление цинка в ближайшие годы**

Потребность России в цинке с годами растет, т.к. он используется в оцинковке стали, используемой в строительстве и развитии инфраструктуры – наиболее быстрорастущих секторах экономики РФ. Данное обстоятельство позволяет прогнозировать высокий спрос на цинк в России в перспективе нескольких лет.

### Потребление цинка секторами (мир)



### Потребление цинка секторами (Россия)



Источник: IZA, ЧЦЗ; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

**Основными игроками на российском цинковом рынке являются – ЧЦЗ и Электроцинк (УГМК)**

Отдельно стоит отметить, что цинковая промышленность России мало пострадала от экономического кризиса 2008-2009 гг., что связано с успешной деятельностью производителей оцинкованной стали, а также востребованностью цинка в развитии инфраструктурных проектов. Мы считаем, что такие крупные проекты как Олимпиада в Сочи в 2014 г. и Чемпионат мира в 2018 г. будут поддерживать внутренний спрос на цинк.

**Основные игроки на российском цинковом рынке.** Российский рынок производства рафинированного цинка еще более концентрирован, чем рынок рафинированной меди. Поставки на российский рынок в данный момент осуществляют два перерабатывающих предприятия: «Челябинский цинковый завод» (ЧЦЗ) и «Электроцинк», входящий в структуру УГМК. С учетом того, что УГМК владеет долей в ЧЦЗ, можно назвать производство рафинированного цинка в России монополизированным. В то же время, потребность вышеуказанных предприятий в сторонних поставках сырья (цинковый концентрат) остается высокой, что снижает возможности диктовать цены на концентрат со стороны ЧЦЗ и «Электроцинка».

**Ценовые ожидания.** При сохранении консервативного взгляда при построении ценовых моделей на промышленные металлы и с учетом форвардных сделок на цинк на LME на ближайшие 5 лет можно ожидать, что в долгосрочной перспективе цены на цинк будут находиться выше 2 300 долл. за тонну. На фоне продолжающегося восстановления автомобильной индустрии и экономики в целом рост цен на цинк до 2 500 долл. за тонну и выше в перспективе одного года вполне вероятен.

### Прогноз цен на цинк, долл. за т



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

## Рынок драгоценных металлов

Золото и серебро – металлы защитной группы. Спрос на эту группу металлов формируется под воздействием потребности ювелирной отрасли и промышленности в целом (в особенности на серебро), а также за счет функции драгоценных металлов как защитного финансового инструмента.

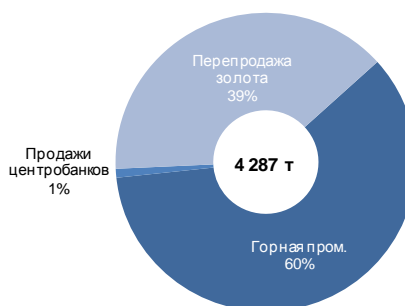
**Источники спроса и предложения золота.** Основным источником спроса на золото традиционно являются ювелирная промышленность и инвестиции. Причем в последние два года основной взнос в увеличение спроса на золото вносят именно инвестиции. Привлекательность золота в качестве финансового актива вернулась с новой силой, виной чему служит неопределенность, вызванная финансово-экономическим кризисом 2008-2009 гг.

**Спрос на золото диктует ювелирная промышленность и инвестиционные потребности**

### Использование золота по секторам



### Источники поставки золота на рынок



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

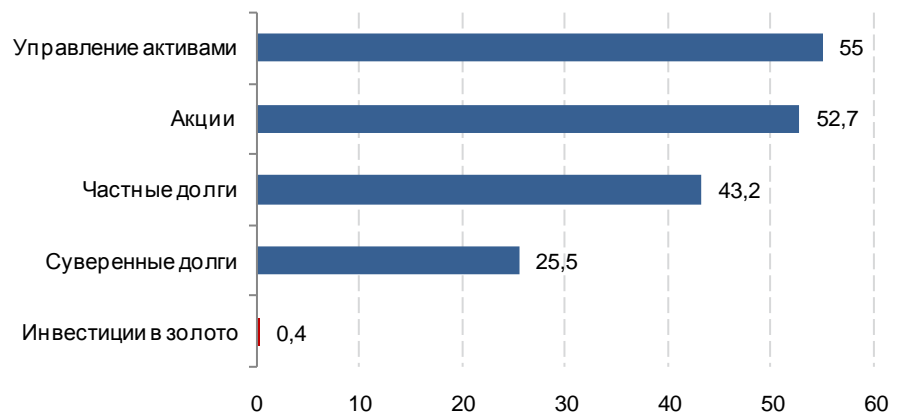
Отсутствие уверенности в стабильном развитии экономики и промышленности развитых стран в том числе на фоне техногенной катастрофы в Японии и долгового кризиса некоторых стран Еврозоны побуждают широкие массы инвесторов к перераспределению своих вложений в защитные инструменты, в частности золото.

Дополнительным фактором роста спроса на драгметалл в перспективе на несколько лет является низкая доля инвестиций в золото по сравнению с другими активами. Несмотря на то, что в

**Поддержание высокого спроса на золото возможно благодаря низкой доле этого металла в общем объеме инвестиций**

последние пять лет инвестиции фондов в золото ежегодно увеличивались на 30-35%, их доля в мировом масштабе остается на уровне долей процента. Дело в том, что инвестиции в золото исторически не могут сравняться по популярности с вложениями в акции или облигации в связи с низкой волатильностью данного инструмента, однако сейчас доля «золотых» вложений может ускорить свой рост, благодаря росту цен, который наблюдался последние два года. Именно повышение доходности вложений в золото будет толкать инвесторов (ETF) к более агрессивным действиям.

**Инвестиции в различные типы активов, трлн долл.**



Источник: Bloomberg, МВФ, McKinsey; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

Традиционное предложение золота – это:

- добывающая отрасль, которая широко диверсифицирована по странам;
- перепродажи золота на вторичном рынке (в т.ч. золотой лом);
- и продажи золота центральными банками.

Стоит отметить, что в 2010 г. центральные банки превратились из традиционных продавцов золота на рынке в нетто покупателей.

**Источник спроса и предложения серебра.** С серебром ситуация аналогична золоту, хотя здесь присутствует определенная специфика. В первую очередь, спрос на серебро создает промышленность. При этом ее доля в потреблении составляет 40%, что в некоторой степени несет определенные риски для общего уровня потребления серебра. На фоне экономического кризиса 2008-2009 гг. производство серебра во многих странах существенно сократилось, что сказалось и на объеме потребления металла. За 2009 г. потребление серебра промышленностью упало на 20%. Данный аспект сказался на ценах на металл. Однако негативный эффект в практически полностью удалось нивелировать инвестиционным спросом.

**Спрос на серебро формируют промышленность, ювелирная отрасль и инвестиционные потребности**

### Использование серебра по секторам



### Источники поставки серебра на рынок



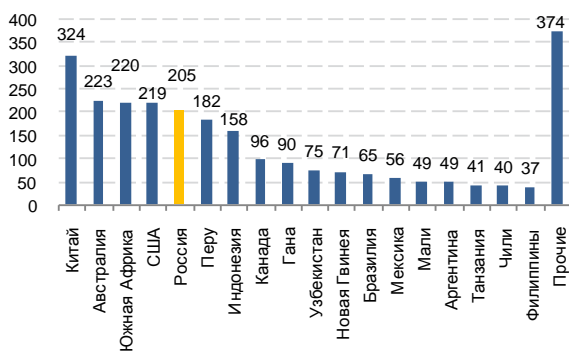
Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

### Добыча золота и серебра высоко диверсифицирована по странам

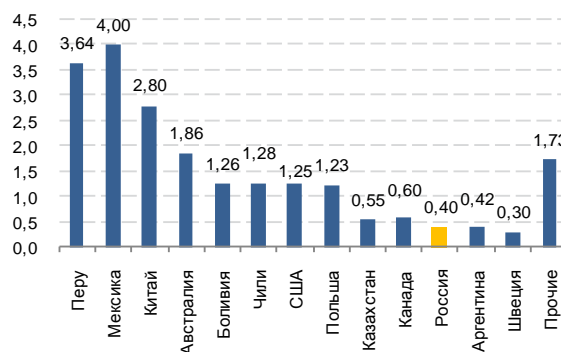
**Добыча золота и серебра.** Источником поставок серебра на рынок является горная промышленность. Также как и по золоту, производство серебра хорошо диверсифицировано по странам. В отношении золота ситуация с добычей относительно стабильная: основными производителями являются такие страны как Китай, Австралия, Южная Африка, США и Россия. В производстве серебра лидируют Мексика, Перу и Китай. Высокая диверсификация производственной базы по странам снижает спекулятивную составляющую в ценах на эти металлы, зависящую от политических и социальных факторов стран-производителей.

Примечательным является то, что производство анализируемых драгоценных металлов относительно стабильно по годам. В разные периоды времени этот фактор может являться причиной роста или падения цен на металлы в случае возникновения повышенного спроса или его снижения.

### Добыча золота, т



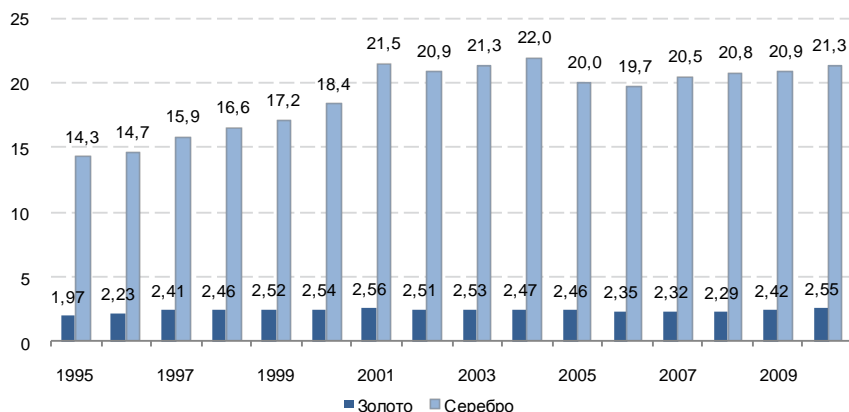
### Добыча серебра, тыс. т



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

В перспективе ближайших лет существенного увеличения предложения анализируемых драгоценных металлов на рынке не ожидается. Даже при том, что растущие цены на золото и серебро делают привлекательным отработку определенной доли забалансовых запасов и месторождений с низким содержанием драгоценных металлов, мы полагаем, что на общем балансе предложения они критическим образом не скажутся. И, следовательно, давление на цены будет локализовано.

**Добыча золота и серебра, тыс. т**

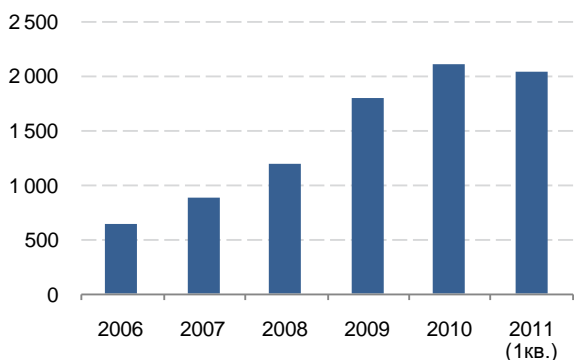


Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

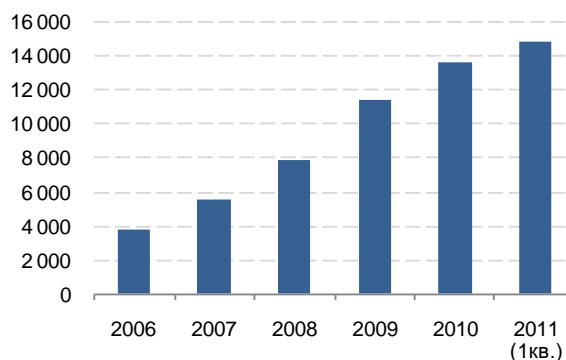
**В последние годы спрос на золото и серебро со стороны ETF стабильно рос**

**Инвестиционный спрос на драгоценные металлы.** Последние годы, особенно 2008-2009 гг., характеризуются повышенным интересом инвесторов к диверсификации своих вложений через покупку золота и серебра. Многие ETF существенно увеличили свои вложения в золото и серебро. Даже некоторый отток средств ETF из золота в 1 кв. 2011 г. на фоне начавшегося ралли в промышленных металлах и улучшения ожиданий по перспективам мировой экономики принципиально не меняет общей картины. Мы полагаем, что инвестиции ETF в драгоценные металлы будут увеличиваться. Обоснованием этого служит все еще хрупкий тренд восстановления мировой промышленности, низкая доля золота в общем объеме инвестиций, а также привлекательная динамика котировок драгоценных металлов в последние годы.

**Ср. позиция ETF в золоте, т**



**Ср. позиция ETF в серебре, т**



Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

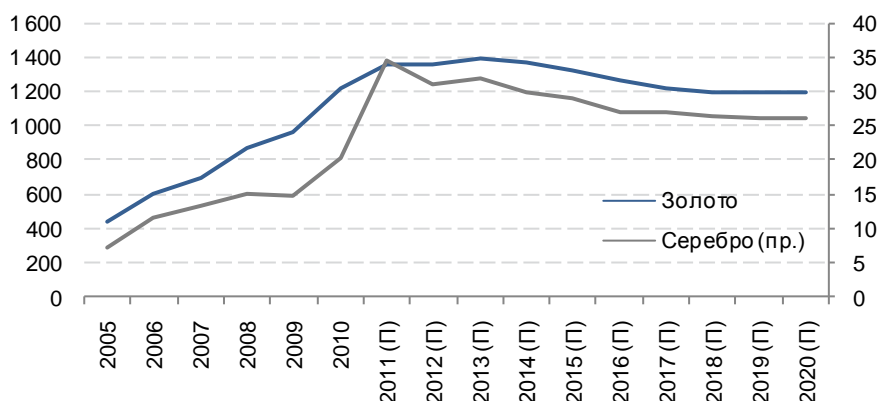
**В долгосрочной перспективе мы прогнозируем цены на золото и серебро на уровне 1 200 и 26 долл. за тройскую унцию соответственно**

**Ценовые ожидания.** За последние три года цены на золото и серебро увеличились на 70% и 100% соответственно. В 2010 г. рост цен на золото составил 30%, на серебро – более 80%. Данный бурный рост объясняется:

- высокой степенью защищенности инвестиций в золото и серебро по сравнению с другими активами;
- низкой доходностью при одновременном повышенном риске традиционных инструментов, таких как долговые бумаги;
- туманными перспективами основных мировых валют.

Данная ситуация в ближайшие годы, вероятно, не претерпит серьезных изменений, т.к. долговые проблемы многих стран еще не решены, а функционал и рычаги влияния правительств весьма ограничены особенно на фоне возросшей инфляции. В этой связи, мы прогнозируем как минимум сохранение текущих цен на драгоценные металлы, а как максимум – их рост на 50% в ближайшие 1-3 года.

**Прогноз цен на золото и серебро, долл. за унцию**

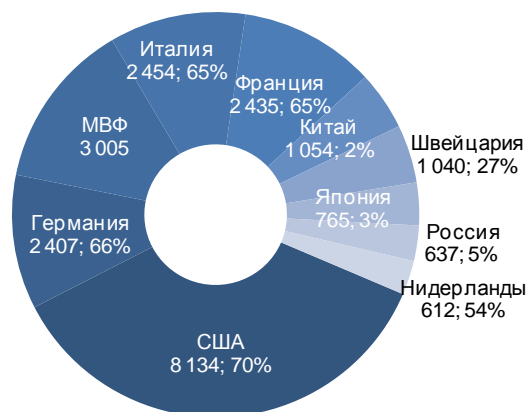


Источник: Bloomberg; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

**Дополнительный спрос на драгоценные металлы ожидается со стороны центробанков России и Китая**

Дополнительный спрос на золото ожидается со стороны центральных банков Китая, России и других развивающихся стран. По итогам 2010 г. центральные банки стали чистыми покупателями золота впервые за 21 год. В 2010 г. центробанки развивающихся стран стремились увеличить долю золота в своих международных резервах, в то время как европейские и американские центральные банки фактически остановили продажи золота на рынок. Россия заняла лидирующие позиции среди покупателей золота в 2010 г. (ЦБ РФ выкупил около 135 т). Скорее всего, центральные банки развивающихся стран будут продолжать пополнять свои золотые резервы с целью достижения приемлемого баланса и диверсификации своих золотовалютных резервов. Данное обстоятельство позволяет прогнозировать рост цен на золото и серебро в ближайшие годы.

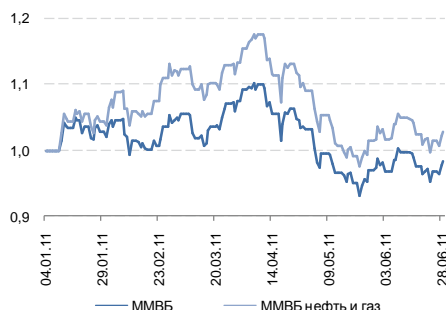
**Резервы золота и их доля в золотовалютных резервах, т**



Источник: МВФ; оценка: АЛОП ИНВЕСТ

## Обзор секторов и компаний

### Динамика индекса нефти и газа и ММВБ



## Нефть и газ

### Итоги полугодия

**Добыча.** По данным ГП «ЦДУ ТЭК» объем добычи нефти и газового конденсата в РФ в январе-мае 2011 г. вырос на 1,3% по сравнению с аналогичным показателем 2010 г. и составил 210,682 млн т (10,227 млн барр. в сутки). В мае Россия произвела 43,384 млн т нефти. При этом среднесуточная добыча нефти в мае достигла 10,258 млн барр. в сутки.

Объем добычи газа в РФ в январе-мае 2011 г. вырос на 2,9% по сравнению с аналогичным показателем 2010 г. и составил 297,601 млрд. куб. м. В мае 2011 г. в РФ было добыто 57,526 млрд. куб. м. «голубого топлива».

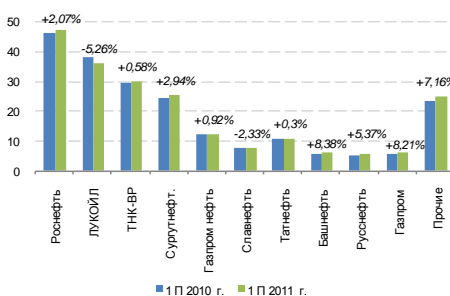
Объем газодобычи Газпромом за 5 месяцев текущего года составил 230,302 млрд. куб. м. В мае концерн добыл 44,327 млрд. куб. м. Один из крупнейших независимых производителей газа – НОВАТЭК – в январе-мае произвел 21,501 млрд. куб. м. топлива (в мае – 4,087 млрд. куб. м.).

**Переработка.** Объем переработки в первом полугодии также показал рост. Стоит отметить, что структура производства нефтепродуктов сместилась в сторону темных нефтепродуктов (мазут, дизтопливо). Существенно увеличился (более 9%) выпуск прямогонного бензина. Выпуск светлых нефтепродуктов не увеличился, а по отдельным позициям даже сократился, что, с учетом «ручного» регулирования топливного рынка (решение правительства от февраля 2011 г.), привело к возникновению дефицита товарных моторных топлив в ряде регионов в начале мая и вплоть до июня.

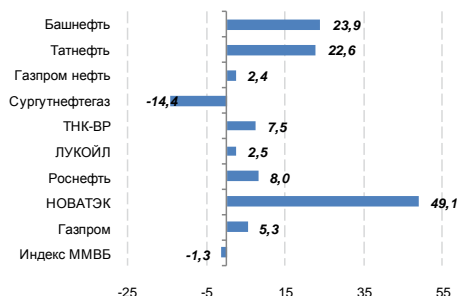
**Финансовые результаты.** Благодаря высоким ценам на нефть в первом полугодии (средняя цена нефти марки Brent сложилась на уровне 111 долл. за барр., +43% к значениям 1 пол. 2010 г.) и росту объемов добычи и реализации нефти и нефтепродуктов, российские нефтяные компании существенно увеличили свои доходы. Результаты первого квартала наглядно это показывают (см. таблицу). Многим нефтяным и газовым компаниям удалось показать практически рекордные показатели свободных денежных потоков, что, в свою очередь позволило этим игрокам снизить долговую нагрузку. Данные факторы носят позитивный характер для бизнеса нефтегазовых компаний. Положительные изменения были отмечены и инвестиционным сообществом: в первом полугодии акции многих нефтегазовых компаний были в лидерах роста на российском фондовом рынке.

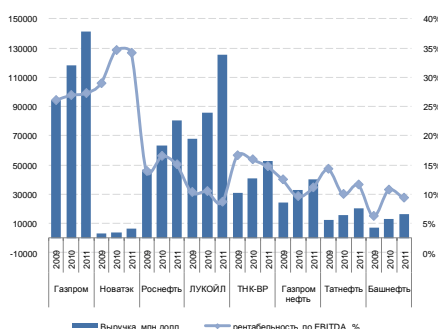
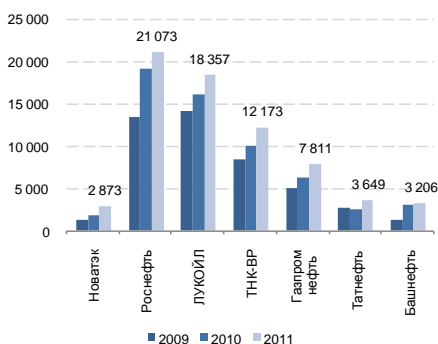
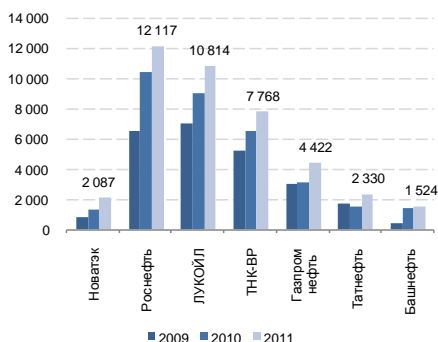
**Налоговая реформа.** Оценивая первое полугодие для нефтегазового сектора с позиции трансформации государственного регулирования их деятельности, следует отметить, что в течение этого периода шло активное обсуждение новой налоговой реформы, известной как «налоговый режим «60-66»». Режим предусматривает привязку экспортных

### Добыча нефти по компаниям, млн т



### Динамика акций нефтегазовых комп., с начала года %



**Динамика выручки и рентабельности по EBITDA**

**Динамика EBITDA, млн долл.**

**Динамика чистой прибыли, млн долл.**


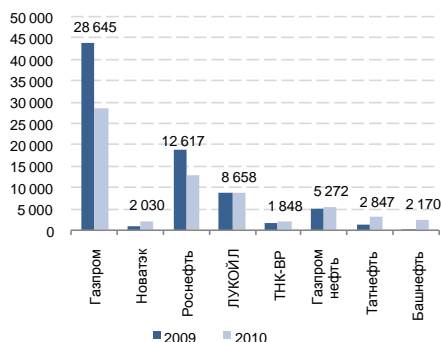
пошлин на нефть к ценам на «черное золото» с коэффициентом 60% плюс унификация экспортной пошлины на нефтепродукты на уровне 66% от пошлины на нефть (в настоящее время действует режим, соответствующий в среднем сценарию «65-57»). Мы расцениваем предлагаемые меры положительно для отрасли. Это позволит нефтяным компаниям тратить на добычу нефти больше инвестиций, т.к. новый налоговый режим предполагает перераспределение доходов из области downstream в upstream, что и будет стимулировать нефтяников на выход в новые регионы и поддержание добычи на текущих максимальных уровнях. Основными бенефициарами нового налогового режима в нефтяном секторе станут компании, обладающие большим объемом добычи нефти, относительно низкой долей экспорта нефтепродуктов и модернизированными перерабатывающими активами. Среди таких компаний «Роснефть», «ЛУКОЙЛ» и ТНК-ВР. В то же время, для компаний, обладающих высокой долей переработки в структуре бизнеса, значительными объемами экспорта нефтепродуктов и низким выходом светлых нефтепродуктов, новый налоговый режим может ухудшить экономику бизнеса. К таким компаниям можно отнести «Башнефть», «Татнефть», «Сургутнефтегаз». Для «Сургутнефтегаза» данное заключение актуально до момента завершения модернизации Киришинского НПЗ, когда завод перейдет на выпуск и реализацию большего количества светлых нефтепродуктов. Для «Газпром нефти» ситуация не однозначна. Хотя тренд, который компания взяла на увеличение добычи нефти (согласно стратегии, к 2020 г. компания планирует увеличить добычу до 90-100 млн т, практически в два раза), позволит, по нашим прогнозам, также получать выгоду от нового законодательства.

Новый режим будет служить снижению маржи нефтепереработки (или налоговых льгот на экспорт нефтепродуктов), делая добычу нефти более привлекательной относительно текущей ситуации. Новый налоговый режим «60-66» может начать действовать уже со следующего года.

**Основные тренды и прогнозы**

**Добыча.** По нашим оценкам, уровень добычи нефти в России во втором полугодии будет держаться на максимальных значениях, показанных в начале 2011 г. (10,3 млн барр. в сутки). Позитивно на добычу будет влиять операционная деятельность таких компаний, как «Сургутнефтегаз», «Роснефть», «Башнефть», «Газпром нефть» и ТНК-ВР. Значительный положительный вклад будут вносить и небольшие операторы (проекты СРП и прочие). Негативное влияние на добычу во втором полугодии, как и в первом, окажет операционная деятельность «ЛУКОЙЛа». По итогам первого квартала вторая по добыче компания показала снижение объема российской добычи на 5,1%, что не позволило зафиксировать темпы роста добычи, сопоставимые с прошлым годом (2,2%). Мы ожидаем, что добыча нефти и газового конденсата в России по итогам 2011 г. составит 509-509,5 млн т (+0,75%), это будет новый максимальный уровень добычи для новой России.

Динамика чистого долга, млн долл.



**Переработка.** В сегменте переработки нефти в России достаточно перерабатывающих мощностей, чтобы покрывать растущее потребление в светлых нефтепродуктах. Те события на внутреннем рынке России, которые привели к перебоям с поставками нефтепродуктов в мае текущего года, относятся к последствиям «ручного» регулирования условий внешней среды, а именно замораживания внутренних цен в феврале текущего года. Сейчас, когда ограничения на рост цен сняты, можно наблюдать ликвидацию дефицита моторных топлив. По нашим прогнозам, во второй половине года цены на внутреннем рынке нефтепродуктов стабилизируются на уровне конца июня. Текущая конъюнктура рынка нефти и внутреннее налоговое регулирование не дают предпосылок к дальнейшему росту внутренних цен на топливо, какое можно было наблюдать во втором квартале 2011 г. (+16% апрель-июнь).

Нефтяные компании, вероятно, будут активно завершать начатые в 2007 г. масштабные программы модернизации своих НПЗ с целью перехода на новые стандарты качества моторных топлив (ЕВРО-4-5). Данное заключение основано на структуре капитальных вложений, которая сложилась в последнее время. Доля капитальных вложений в переработку в последние годы превышает 30% инвестпрограмм, что больше чем было до предложения правительства перехода на более высокие стандарты топлива.

**Налоговая реформа.** Во втором полугодии правительство и профильные министерства, скорее всего, придут к итоговому варианту налоговых новаций в ТЭК и вынесут соответствующий законопроект на обсуждение и одобрение.

Налоговая реформа «60-66» может быть дополнена новым механизмом, позволяющим балансировать отрасль и достигать поставленных целей при ценах превышающих 90-100 долл. за барр. Данный механизм сводится к регулированию отрасли соотношением пошлин «55-86». Сценарий предполагает, что режим «60-66» продолжает действовать без изменений в том случае, если цены на нефть остаются ниже 90-100 долл. за барр., и заменяется на режим «55-86» при превышении ценами на нефть уровня 90-100 долл. за барр. Ожидается, что внесение налоговых изменений произойдет в конце лета – начале осени текущего года.

**Газовые перипетии.** В первой половине 2011 г. газовый сектор приковывал к себе существенное внимание инвесторов. Помимо обозначенных ранее внешних событий, приведших к переосмыслению актуальности газа против других источников энергии, на внутреннем рынке образовывались свои инвестиционные идеи. Во-первых, правительством обсуждаются меры налогового стимулирования газодобычи в новых регионах, в частности, предлагается вводить нулевой период по НДС на газ и снижать экспортную пошлину на новых газовых месторождениях полуострова Ямал и Красноярского края. Данные предложения, на наш взгляд, положительно будут сказываться на инвестиционной привлекательности акций газовых компаний. Этот эффект будет иметь свое влияние и во второй половине года, особенно когда будут приниматься соответствующие предложения. Во-вторых, в

предвыборный год правительство обсуждает варианты ограничения роста тарифов естественных монополий (в том числе и «Газпрома») уровнем инфляции плюс 1-2%. Такие предложения влияют на всю газовую отрасль, т.к. независимые игроки не смогут повышать тарифы для потребителей прежними темпами (15-20%), в противном случае они будут неконкурентоспособны с «Газпромом». Такое регулирование тарифов негативно для капитализации газовых компаний.

**Прочее.** Мы полагаем, что во втором полугодии на корпоративном поле могут происходить определенные трансформации. Тренд на международную экспансию российскими компаниями будет продолжен. Однако значительных сделок в этом отношении не ожидается. Хотя и небольшие покупки будут являться хорошими драйверами для акций нефтяных компаний. Осенью текущего года «Роснефть» может объявить нового партнера на освоение Арктики, и это будет хорошим поводом сыграть на повышение капитализации компании.

### Рекомендации и идеи

В рамках стратегии, принимая во внимание вышеописанное, мы рекомендуем ПОКУПАТЬ следующие бумаги сектора:

**Газпром.** Акции газового концерна существенно недооценены по мультипликаторам относительно его основных иностранных конкурентов. Значительная часть негатива, отражающего низкое корпоративное управление, отсутствие гибкости ценовой политики по отношению к европейским странам и высокие капитальные расходы на некоторые инфраструктурные объекты, уже заложена в акциях монополии. Драйверами для котировок акций послужат:

- запуск первой нитки трубопровода «Северный поток» (на проектную мощность должен выйти в сентябре 2011 г.);
- рекордные финансовые показатели, которые ожидаются по итогам года (выручка – 143 млрд. долл., EBITDA – 58,5 млрд. долл., чистая прибыль – 37,7 млрд. долл.);
- происходящее переосмысление роли газа в европейских странах под влиянием японского фактора.

Поддержку акциям Газпрома будет оказывать европейский спотовый рынок газа, где цены на газ уже стабильно держатся выше 350 долл. за тыс. куб. м.

Элементом риска инвестирования в газовые компании являются возможный пересмотр темпов роста внутренних тарифов на газ в сторону снижения, что сдвинет сроки достижения равнодоходности внешнего и внутреннего рынка, а также пересмотр налогового регулирования в сторону ужесточения.

Целевой ценой для акций Газпрома является уровень в 290 руб.

**Сургутнефтегаз.** Мы рекомендуем акции данной компании к покупке по причине высоких дивидендов (наиболее подходящим периодом для инвестиций под дивидендную идею является октябрь-ноябрь). Дивиденды за 2010 г. составили 0,5 руб. по обыкновенным акциям и 1,18 руб. по привилегированным (доходность на уровне 1,87% и 7,5% соответственно). К тому же Сургутнефтегазу удалось в начале года преломить негативную

Компания	EV/sales 2011 (П)	EV/EBITDA 2011 (П)	P/E 2011 (П)
<b>Россия</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>5,8</b>
Газпром	1,4	3,6	4,5
Новатэк	7,0	14,9	19,5
Роснефть	1,3	4,9	7,4
ЛУКОЙЛ	0,5	3,5	5,1
ТНК-ВР	0,9	4,0	6,0
Газпром нефть	0,8	2,6	6,9
Татнефть	0,7	3,5	5,1
Башнефть	0,9	4,7	6,2
Сургутнефтегаз	0,7	3,5	6,0
<b>DM</b>	<b>0,7</b>	<b>4,0</b>	<b>9,5</b>
<b>EM</b>	<b>1,0</b>	<b>5,5</b>	<b>10,1</b>

тенденцию в добыче за счет стабилизации операционной деятельности в основном регионе добыче – ХМАО. Прирост добычи в первом квартале составил 3,2%. Данное положительное изменение операционной деятельности будет учитываться в динамике акций, по нашим прогнозам, в течение второй половины 2011 г.

Целевой ценой для акций Сургутенфтегаза является 35 руб. для обыкновенных акций и 19 руб. для привилегированных.

**Роснефть.** Мы рекомендуем присмотреться к акциям Роснефти с долгосрочным инвестиционным горизонтом. Среди драйверов роста акций компании – продолжающийся рост операционной деятельности (добычи и переработки), возможность объявления имени нового партнера по Арктике осенью текущего года, презентация стратегии развития компании в конце года, а также широкая поддержка начинаний компании со стороны государства. Также сильной фундаментальной предпосылкой для роста акций Роснефти является положительный эффект от нового налогового режима, который мы оцениваем в 800 млн долл. к прогнозной EBITDA.

Целевой ценой для акций Роснефти является уровень в 300 руб.

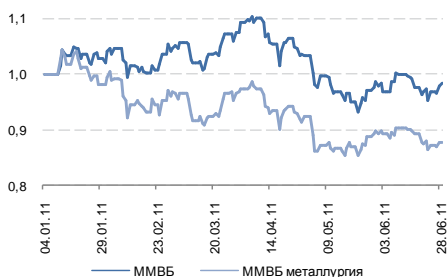
**ЛУКОЙЛ.** Инвестиции в акции компании оцениваются как перспективные по причине их недооцененности относительно российских конкурентов на 30% по основным мультипликаторам. Слабым местом является резкое падение добычи в Западной Сибири, которое пока не удастся компенсировать другими российскими источниками. В то же время, мы полагаем, что если у компании получится стабилизировать добычу в этом регионе, инвесторы очень скоро проведут переоценку потенциала владения акциями «ЛУКОЙЛа». Определенным фундаментальным драйвером для акций «ЛУКОЙЛа» является назначенная на осень презентация новой стратегии развития, которая может раскрыть дополнительные потенциалы компании.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции «ЛУКОЙЛа» с целью 2 350 руб.

**НОВАТЭК.** Акции компании по мультипликаторам выглядят существенно переоцененными, однако, на наш взгляд, тот темп роста операционной деятельности, который «НОВАТЭК» демонстрирует на протяжении последних 5 лет подчеркивает, что такие коэффициенты оправданы. Так, рост добычи газа в 2010 г. составил 15,2%. Также определенные предпосылки к покупке видятся в поддержке государства проектов СПГ, которые планирует развивать «НОВАТЭК» на Ямале совместно с иностранным партнером.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции «НОВАТЭКа» с целью 420 руб.

**Динамика индекса металлургия и ММВБ**



**Металлургия, горная и химическая промышленности**

**Итоги полугодия**

Несмотря на сезонность и слабость спроса в первые месяцы года, традиционного снижения цен на металлопродукцию не произошло. Наоборот, в этот период стоимость проката на российском рынке продолжила расти даже с учетом укрепления рубля. В долларовом выражении основные виды металлопродукции в январе-мае подорожали на 15-20%, зачастую торгуясь со значительными премиями к котировкам внешнего рынка. Увеличение цен внутри России важно тем, что позволяет оживить внутренний спрос: по итогам последнего года внутри страны было продано около 57% произведенного проката (без учета полуфабрикатов – около 74%), что превосходит докризисные показатели и является рекордом последних лет.

В секторе российских минеральных удобрений в первом полугодии также наблюдался повышательный тренд по операционной деятельности. Данный рост загрузки мощностей совпадал с благоприятной ценовой конъюнктурой внешнего рынка, на который и ориентируются российские производители.

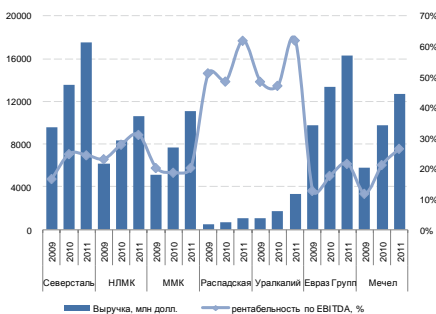
**Динамика акций метал. и горных комп., % с начала года**



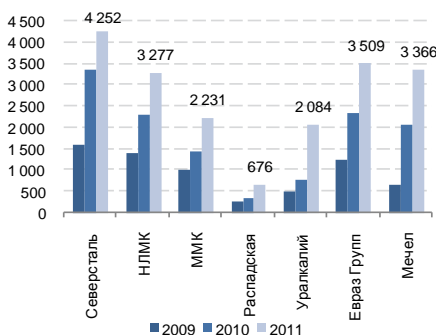
**Основные тренды и прогнозы**

Стоит отметить, что Россия, закупив за последний год более 5,5 млн т стали, превращается в довольно крупного импортера высококачественного проката. Оценки по динамике потребления стали в РФ указывают на перспективу роста на 7-12% в год в течение 3 лет. Уже по итогам 2010 г. потребление стали в России достигло максимума с начала 1990-х, в 2011 г. по самым скромным оценкам потребление вырастет еще на 10%. Таким образом, даже с учетом планов российских компаний по увеличению мощностей, доля поставок на внутренний рынок в перспективе 3-4 лет может вырасти до 65-70% в целом по отрасли и превысить 90% по отдельным компаниям. Увеличение реализации внутри РФ является важным драйвером роста финансовых показателей российских компаний сектора, т.к. внутри страны металл продается с премией к экспортным котировкам. Кроме того, ожидаемое сокращение экспорта из СНГ заставляет нас оптимистичнее смотреть на мировой рынок стали в целом.

**Динамика выручки и рентабельности по EBITDA**

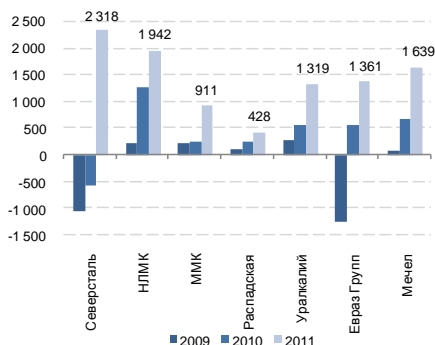


**Динамика EBITDA, млн долл.**

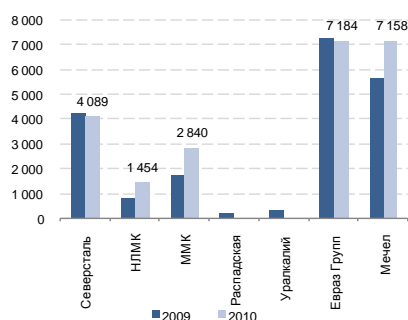


В последние месяцы достаточно активно идут разговоры об ограничении темпов роста регулируемых тарифов на природный газ, цен на электроэнергию и жд перевозки до 8-10% в год (инфляция +1-2%), что ниже предполагавшихся ранее ежегодных темпов индексации на уровне 12-15%. Это решение еще не принято, поэтому мы не учитываем его в оценке компаний, но отметим, что, если такое сдерживание действительно будет иметь место, то это станет дополнительным плюсом для российских металлургов и химиков. Непосредственно на долю энергоресурсов (природного газа и электроэнергии) приходится около 6-10% себестоимости производства стали в России, а косвенно (с учетом энергозатрат при производстве закупаемых на

Динамика чистой прибыли, млн долл.



Динамика чистого долга, млн долл.



Компания	EV/Sales 2011 (П)	EV/EBITDA 2011 (П)	P/E 2011 (П)
<b>Чёрная металлургия</b>			
Россия	1,4	5,9	9,3
Северсталь	1,3	5,3	8,0
НЛМК	2,3	7,6	12,0
Мечел	1,5	5,4	6,7
Евраз	1,3	5,9	9,9
ММК	1,1	5,7	10,8
DM	0,7	6,6	13,9
EM	1,0	6,8	11,0
<b>Цветная металлургия</b>			
Россия	2,9	5,9	8,5
Норникель	3,2	6,1	8,6
ВСМПО-Ависма	1,9	7,8	16,2
DM	1,3	3,7	8,0
EM	1,9	5,2	9,3
<b>Удобрения</b>			
Россия	4,2	11,0	16,7
Акрон	1,7	6,5	7,8
Дорогобуж	1,0	3,1	4,1
Куйбышевазот	1,0	5,0	6,7
Аммофос	1,0	3,9	7,2
Уралкалий	9,2	14,6	22,7
Кемеровский Азот	0,6	4,4	4,3
DM	2,5	8,1	12,9
EM	3,7	13,6	20,0
<b>Уголь</b>			
Россия	1,8	4,4	6,2
Распадская	4,2	6,8	10,7
КРУ	1,0	3,0	3,4
Белон	1,7	4,0	5,2
DM	2,2	7,1	14,1
EM	2,7	8,0	13,6

стороне коксующегося угля, железной руды и др.) доля энергоресурсов составляет 10-15%. Планы по ускоренному росту тарифов на газ (и электроэнергию) являются одной из наиболее существенных угроз глобальной конкурентоспособности российских металлургических компаний (наряду с укреплением рубля и быстрым ростом номинальных заработных плат). Их корректировка снимает значительную часть опасений относительно будущего сектора. На наш взгляд, более медленный, чем предполагалось, рост регулируемых тарифов внутри России может привести к переоценке стоимости компаний сектора на 20%.

## Рекомендации и идеи

**Северсталь.** Акции «Северстали» остаются самыми привлекательными в секторе: компания недооценена по мультипликаторам и по фундаментальным предпосылкам, и, кроме того, способна значительно улучшить производственно-финансовые показатели во втором полугодии 2011 г. В частности, более благоприятными стали перспективы ее реорганизованного уменьшившегося в размерах североамериканского дивизиона, и в 2011 г. от него можно ждать хороших результатов. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции «Северстали» с целью 650 руб.

**Мечел.** По бумагам компании ожидается позитив в период первичного размещения акций основного ее актива – компании «Мечел-Майнинг», которая составляет 75% бизнеса «Мечела». Мы полагаем, что данное размещение подтолкнет акции материнской компании вверх. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции «Мечела» с целью 1 100 руб.

**Распадская.** С февраля, когда распространились слухи о возможной смене собственника предприятия с существенным дисконтом в цене, акции «Распадской» сильно подешевели. Однако сейчас становится понятным, что в ближайшее время никакой продажи не планируется, но рынок все еще оценивает компанию, исходя из худшего сценария. Тем не менее, снижение акций, возможно, почти завершилось, и на текущих уровнях они выглядят серьезно недооцененными. Уже в конце мая на рынке начали циркулировать слухи, что угольным бизнесом заинтересовался Геннадий Тимченко. Это вызвало позитивную реакцию рынка, т.к. бизнесмен может купить компанию с премией. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Распадской с целью 250 руб.

**Уралкалий.** Привлекательность «Уралкалия» обусловлена, в первую очередь, положительной оценкой перспектив калийного рынка. В США цены уже достигли 565 долл. за тонну, а эталонные спотовые цены на стандартный хлористый калий в Бразилии повысились на 10% и составляют 540 долл. за тонну. Реакция рынка на этот рост запаздывает, и мы ждем переоценку сектора в ближайшее время. С точки зрения фундаментального соотношения спроса и предложения рынок калийных удобрений представляется в 2011 г. одним из наиболее привлекательных сырьевых рынков. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции «Уралкалия» с целью 330 руб.

## Электроэнергетика

### Итоги полугодия

**Сглаживание тарифов.** Несмотря на то, что с 1 января 2011 г. оптовый рынок электроэнергии был полностью либерализован, переход сетевых компаний на RAB продолжился, да и в целом финансовые показатели энергетических компаний продолжили улучшаться, первая половина 2011 г. прошла для сектора под давлением инициатив премьер-министра и президента по сдерживанию роста тарифов на электроэнергию. Власти обеспокоились тем, что в 2011 г. в части регионов рост тарифов превысил 15%, и было поручено разработать меры по его сдерживанию. Такая озабоченность ростом тарифов вызвана, скорее всего, политическими причинами, а именно стартом предвыборной компании 2012 г.

В результате, генерирующим компаниям не стали индексировать тарифы на мощность и уменьшили оплату «вынужденной генерации», уменьшили инвестиционную надбавку в тарифах АЭС и ГЭС, увеличили период тарифного регулирования сетевым компаниям с трех до пяти лет, что также сгладит рост тарифов для них.

Данные действия правительства отразились не столько на оценке денежных потоков компаний, сколько на настроениях инвесторов, в том числе стратегических, которых не устраивает ситуация, когда правила игры постоянно меняются. Именно данный фактор, по нашему мнению, и оказал наибольшее давление на котировки компаний сектора в 2011 г., которые чувствовали себя значительно хуже рынка.

**Корпоративные события.** Среди корпоративных событий стоит отметить завершение допэмиссии Интер РАО в целях консолидации активов, в результате которой компания стала обладателем контроля в ОГК-1, ОГК-3 и ТГК-11, а также крупных пакетов в ТГК-6, ТГК-7, «Башкирэнерго», «Иркутскэнерго» и ОГК-5. Также стартовало объединение газпромовских ОГК-2 и ОГК-6 на базе первой, которое планируется завершить к октябрю 2011 г. Таким образом, продолжается консолидация в отрасли.

Еще одно важное событие – передача Холдингом МРСК Томской распределительной компании в управление французской компании Edf, а также передача 50,9% акций МОЭСК в доверительное управление «Газпромбанку». Данные события можно считать первыми шагами к приватизации ряда МРСК, о необходимости которой заявлял президент Дмитрий Медведев.

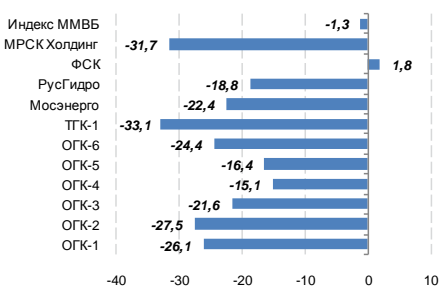
### Основные тренды и прогнозы

**Сглаживание тарифов.** Во второй половине 2011 г. сектор ждет ряд важных тарифных решений. Сейчас по поручению президента разрабатываются параметры индексации тарифов для естественных монополий на ближайшие 2-3 года. По данному вопросу в министерствах пока идут консультации, но по предварительным высказываниям некоторых членов правительства и участников отрасли, рост тарифов на

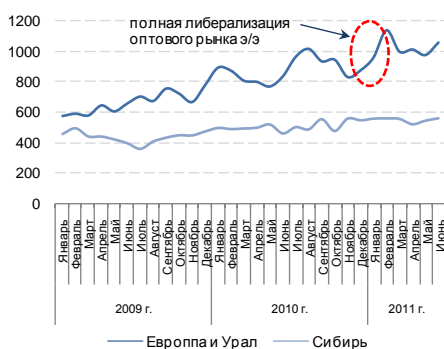
Динамика индекса электроэнергетики и ММВБ



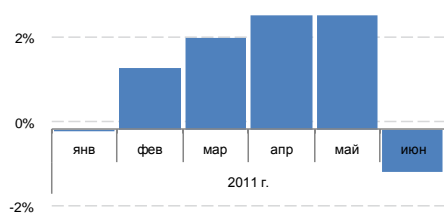
Динамика акций электроэнергетических компаний, % с начала года



Динамика свободных цен на электроэнергию, руб./МВт.ч.



Динамика потребления электроэнергии



электроэнергию правительство может ограничить размером инфляции плюс 1-2% в 2012-2013 г.

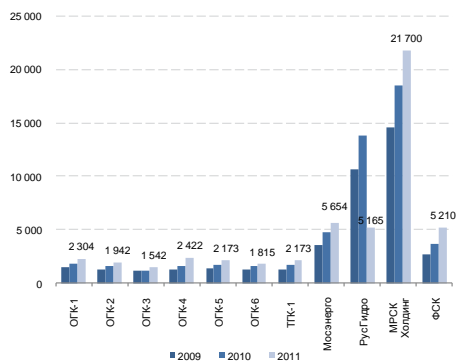
Мы считаем, что снижение темпов роста тарифов на электроэнергию будет не критично в среднем для сектора электроэнергетики. Во-первых, для ограничения цен на свободном рынке электроэнергии придется ограничить и рост цен на основное топливо генерирующих компаний – газ – уровнем, близким к инфляции. Во-вторых, как у генерирующих, так и у сетевых компаний еще есть достаточный запас на сокращение постоянных издержек, созданный благодаря многолетнему применению тарифообразования по методу «затраты+». В-третьих, это временные меры, вызванные, прежде всего, политическими причинами.

В итоге, мы ожидаем в среднем более медленного, но все-таки роста финансовых показателей наиболее эффективных компаний. Среди генерации больше других от ограничений тарифа могут пострадать компании, в топливном балансе которых преобладает уголь, цены на который не регулируются и растут сейчас значительно быстрее инфляции. Для сетевых компаний ограничение, скорее всего, будет проходить за счет перехода некоторых компаний с трехлетнего на пятилетний период регулирования, что даст перенос прибыли на более поздние периоды.

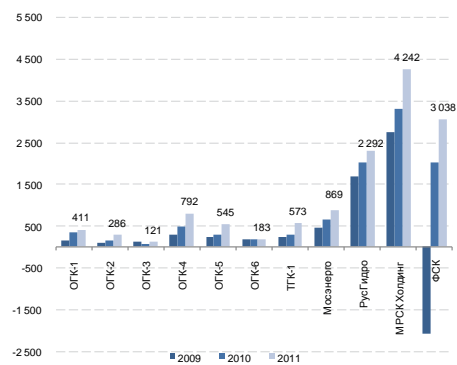
Окончательное решение по тарифам будет оглашено до конца лета. Ожидается, что правительство примет все же взвешенное решение, т.к. очевидно, что отрасль нуждается в серьезной модернизации. При этом, по нашему мнению, весь негатив уже принятых и намечающихся решений уже учтен в котировках энергетических компаний и даже слишком.

**Рынок мощности.** К осени участники рынка ожидают принятия новых правил функционирования долгосрочного рынка мощности для генерирующих компаний, который был запущен с начала 2011 г. В текущей модели рынка инвесторов не устраивает то, что по факту большая часть рынка регулируется государством, что не способствует конкуренции и притоку новых инвестиций. Это создает дополнительные риски неопределенности ценообразования. В настоящее время участниками рынка, инфраструктурными организациями и правительством совместно прорабатываются новые правила, которые должны вступить в силу к началу конкурентного отбора мощности (КОМ) на 2012 г., запланированного на осень. Будут ли это просто доработки существующей модели или более кардинальные изменения пока не ясно. В любом случае мы ожидаем, что все-таки будут установлены более четкие и долгосрочные правила игры, которые позволят инвесторам обеспечивать возврат вложенных средств и при этом стимулировать инвестиции в строительство новых и модернизацию действующих мощностей. Именно под такую модель в свое время приходили инвесторы в отрасль, и по некоторым заявлениям правительства, несмотря на затянувшийся процесс перехода к окончательной модели рынка, можно сделать вывод, что нарушать обязательства перед ними не планируется. Таким образом, мы ожидаем позитивной реакции рынка на данное событие.

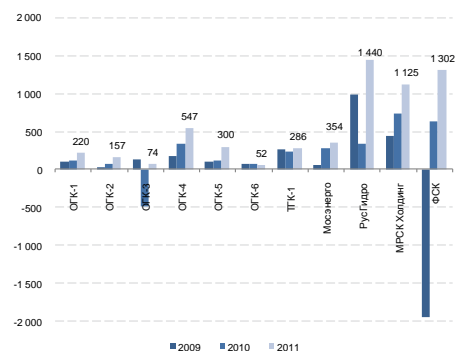
#### Динамика выручки, млн долл.



#### Динамика EBITDA, млн долл.



#### Динамика чистой прибыли, млн долл.



**Корпоративные события.** Во второй половине 2011 г. обратить внимание стоит на следующие события:

- окончание объединения ОГК-2 и ОГК-6 путем конвертации акций ОГК-6 в акции ОГК-2 и прекращение существования ОГК-6. Окончание объединения намечено на 1 октября 2011 г.;
- начало объединения генерирующих активов КЭС Холдинга (ТГК-5, -6, -7, -9) на базе ТГК-9. До конца года планируется провести оценку активов для определения коэффициентов конвертации и начать допэмиссию ТГК-9. Окончание объединения намечено на 2 кв. 2012 г.;
- допэмиссия «РусГидро» по открытой подписке с целью консолидации 40% «Иркутскэнерго», плотин «Иркутскэнерго», контрольного пакета «РАО ЕЭС Востока» и миноритарных пакетов других гидрогенерирующих активов. Завершение допэмиссии намечено на конец ноября 2011 г. После этого доля «РусГидро» в «Иркутскэнерго» и Красноярской ГЭС может быть обменена на блокпакет «Евросибэнерго».
- IPO «Евросибэнерго», основными активам которой являются Иркутскэнерго и Красноярская ГЭС. Возможно, компания вернется к идее IPO, которое сорвалось конце 2010 г., осенью 2011 г. либо в 2012 г.
- Покупка «Интер РАО» контроля в ТГК-4 у «Онэксима».

## Рекомендации и идеи

В рамках нашей стратегии мы рекомендуем ПОКУПАТЬ следующие бумаги сектора:

**ОГК-4, ОГК-5, Мосэнерго, ТГК-1** – наши фавориты по финансовым и операционным показателям с целевыми ценами – 3,7 руб., 3,3 руб., 4,2 руб., 0,024 руб. за акцию соответственно.

**ОГК-2.** Мы считаем, что акционеры ОГК-2 выиграют за счет синергии и увеличения бизнеса компании. При этом ОГК-2 значительно недооценена рынком по коэффициенту EV/Установленная мощность. После объединения данная недооценка должна нивелироваться. Наша цель – 2,04 руб.

**ОГК-6.** Здесь такая же ситуация как и у ОГК-2, но существует риск среднесрочной потери ликвидности. Наша цель – 1,45 руб.

**ТГК-9.** Мы считаем, что данная компания больше других ТГК выиграет от объединения активов КЭС, т.к. будет центром консолидации, что, скорее всего, даст компании хорошую оценку для обмена акциями, а в будущем большую ликвидность. Наша цель – 0,0055 руб.

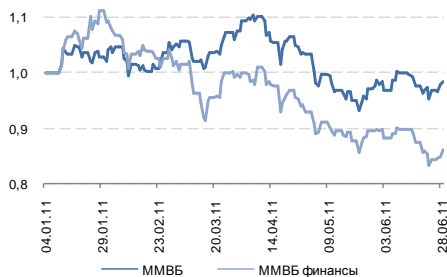
**Иркутскэнерго.** Новая попытка IPO Евросибэнерго будет служить драйвером роста котировок компании. Наша цель – 40 руб.

**Холдинг МРСК.** Здесь драйвером будет курс правительства на частичную приватизацию МРСК. Бумаги Холдинга МРСК являются отличным способом избежать региональных рисков и рисков ликвидности отдельных МРСК. К тому же Холдинг недооценен по коэффициенту EV/iRAB. Цель – 5,3 руб.

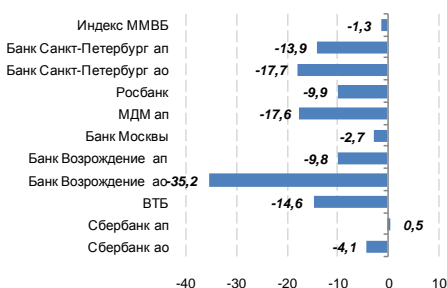
Компания	EV/Sales 2011E	EV/EBITDA 2011E	EV/Уст. мощность 2011E
<b>ОГК</b>			
<b>Россия</b>	<b>1,3</b>	<b>6,7</b>	<b>292</b>
ОГК-1	1,0	5,5	239
ОГК-2	0,9	6,2	206
ОГК-3	0,6	7,0	103
ОГК-4	2,3	7,0	608
ОГК-5	1,7	6,8	422
ОГК-6	0,9	8,3	168
<b>ТГК</b>			
<b>Россия</b>	<b>0,7</b>	<b>4,4</b>	<b>278</b>
ТГК-1	1,3	4,7	447
Мосэнерго	0,7	4,2	303
<b>DM</b>	<b>1,8</b>	<b>6,7</b>	<b>861</b>
<b>EM</b>	<b>2,4</b>	<b>10,2</b>	<b>1065</b>
<b>Гидрогенерация</b>			
<b>Россия</b>	<b>2,3</b>	<b>6,3</b>	<b>484</b>
РусГидро	2,8	6,3	572
Иркутскэнерго	1,6	5,8	353
Красноярская ГЭС	7,3	14,4	431
ТГК-1	1,3	4,7	447
<b>DM</b>	<b>4,6</b>	<b>13,0</b>	<b>3206</b>
<b>EM</b>	<b>6,1</b>	<b>8,9</b>	<b>1999</b>

Компания	EV/Sales 2011E	EV/EBITDA 2011E	EV/iRAB 2011E
<b>Магистральные сети</b>			
ФСК	3,3	5,7	0,7
<b>DM</b>	<b>3,3</b>	<b>8,4</b>	<b>1,5</b>
<b>EM</b>	<b>5,1</b>	<b>7,5</b>	<b>1,0</b>
<b>Распределительные сети</b>			
МРСК Холдинг	0,6	3,3	0,4
<b>DM</b>	<b>2,0</b>	<b>8,7</b>	<b>1,7</b>
<b>EM</b>	<b>1,0</b>	<b>6,4</b>	<b>1,1</b>

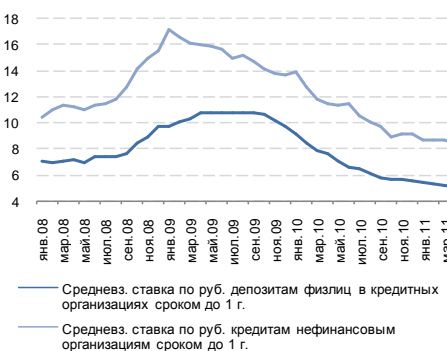
## Динамика индекса финансов и ММВБ



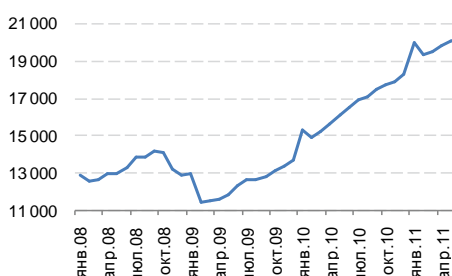
## Динамика акций финансового сектора с начала года, %



## Процентные ставки ЦБ РФ в 2008-2011 гг.



## Денежная масса (M2) в 2008-2011 гг.



## Банковский сектор

## Итоги полугодия

По итогам первого полугодия 2011 г. (по состоянию на 24 июня) отраслевой индекс ММВБ «Финансы» снизился на 13,39% до 5 930,51 пункта, в то время как индекс ММВБ – всего лишь на 1,27%.

Бумаги сектора в 2011 г. торговались разнонаправлено. Главный тренд сезона – приватизация крупнейших российских банков: Сбербанк и ВТБ. В планах государства – продажа 7,6% Сбербанк (2011 г.) и 10-15% ВТБ (2012 г.).

**Акции Сбербанка превышают динамику сектора.** Лучше сектора смотрелись акции Сбербанка: обыкновенные акции потеряли 4,01%, стоимость привилегированных не изменилась. Поддерживающим фактором для бумаг стали благоприятные финансовые показатели, а также ожидание приватизации (завершение сделки по приватизации пакета до 7,6% ЦБ РФ ожидает в сентябре). В частности, предложение по участию в программе приватизации крупнейшего банка страны получил китайский фонд (участвовавший в приватизации ВТБ): организаторы сделали предложение о приобретении 5% акций.

**Пионер приватизации.** Акции ВТБ, напротив, выглядели хуже индекса ММВБ «Финансы», потеряв 14,89% своей капитализации. ВТБ – пионер государственной программы приватизации, в 2011 г. был продан госпакет в размере 10%. Накануне приватизации ВТБ лишился якорных инвесторов, а именно инвестиционного фонда TRG, в связи с чем, размещение проходило по открытой подписке и вызвало резко-негативную реакцию у инвесторов. Акции разместили по нижней границе – 9 коп. за акцию.

Одной из менее привлекательных акций стали акции Банка Москвы, чье финансовое состояние вызывает опасение. По итогам полугодия капитализация снизилась на 17,2%.

## Основные тренды и прогнозы

**Эпоха «дешевых денег».** В первом полугодии продолжилось снижение ставок как по кредитам, так и по депозитам – эпоха «дешевых денег» продолжается. Средневзвешенная ставка по рублевым депозитам физлиц в кредитных организациях сроком до 1 года с конца прошлого года снизилась на 0,4 п.п. до 5,1 п.п., а средневзвешенная ставка по рублевым кредитам нефинансовым организациям сроком до 1 года снизилась на 0,7% до 8,4%.

Тенденция в первую очередь связана с двумя факторами. Во-первых, наблюдается избыток ликвидности, денежная масса неуклонно растет, что понижает «стоимость» денег. Денежный агрегат M2 с 1 декабря 2010 г. вырос по 1 июня 2011 г. на 10,5% до 20,2 трлн. руб., а с 1 декабря 2009 г. – на 47,2%. Во-вторых, денежно-кредитная политика ЦБ РФ довольно мягкая.

Банк России мог бы более жестко повышать процентную ставку для борьбы с инфляцией. Во втором полугодии тенденция, на наш взгляд, сменится: действия ЦБ РФ станут более

агрессивными, поскольку ожидается ускорение роста инфляции в связи с сезонным фактором. Ставка рефинансирования может быть повышена еще на 0,75% до 9,0%, что вызовет рост как кредитных, так и депозитных ставок. «Подорожание денег» может стать наиболее значимой тенденцией второго полугодия 2011 г.

**Рост активов.** Еще одной тенденцией 2011 г. стал рост активов: совокупные банковские активы за январь-май выросли на 2,8% (по состоянию на 1 июня – 34,752 трлн. руб.) В мае 2011 г. банковские активы выросли на 1,7%. Причем рост активов в 2011 г. проходит более стремительными темпами чем в прошлом: в 2010 г. за четыре месяца рост активов составил всего лишь 1%, что в 2,8 раза ниже роста 2011 г. Более стремительными темпами увеличивались активы 5 крупнейших банков (+4,8%), на которые приходится 48,7% от всех активов. Этот рост может продолжиться и далее. Причем активы не только растут, наблюдается улучшение их качества.

### Рекомендации и идеи

**Сбербанк.** Наиболее интересным эмитентом среди российских финансовых бумаг являются акции Сбербанка. Менеджмент банка повысил прогнозы по годовой прибыли: прибыль может составить порядка 250-270 млрд. руб. Драйвером может стать не только рост финансовых показателей, но и приватизация 7,6% пакета: приватизация Сбербанка ожидается более удачной чем прошедшая продажа 10% акций ВТБ, чьи бумаги выглядят менее привлекательно для покупок.

Обратить внимание стоит на привилегированные акции банка, в которых спекулятивной идеей является конвертация в обыкновенные акции. Привилегированные акции торгуются с 25% дисконтом к обыкновенным бумагам банка, в конце прошлого года дисконт составлял порядка 28%. Именно высказывание Германа Грефа 3 июня на годовом собрании акционеров о логичности сокращения числа привилегированных акций банка или вовсе их ликвидации служит драйвером для роста их стоимости. Однако вряд ли коэффициент обмена составит «один к одному», в связи с чем обыкновенные акции по-прежнему являются более привлекательными для покупок.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ обыкновенные акции Сбербанка с целью 133,6 руб., привилегированные – с целью 97,4 руб.

**Банк Санкт-Петербург.** Банк СПб будет принимать заявки на приобретение бумаг по преимущественному праву с конца июля до середины сентября. Однако участие в допэмиссии сопряжено с рисками, поскольку на этот год намечена приватизация пакета Сбербанка, который может оттянуть на себя спрос из бумаг банка СПб. Акции банка выглядят привлекательно для покупок лишь на долгосрочный период: более 75% допэмиссии может выкупить ЕБРР, после чего полученные банком средства будут направлены на погашение долга перед ЕБРР. Данная операция улучшит качественные характеристики банка. Также драйвером станет вхождение ЕБРР в список инвесторов.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Банка СПб с целью 191,7 руб.

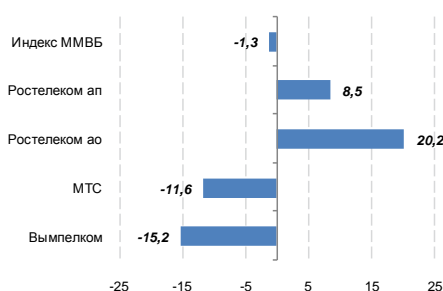
Компания	P/BV 2011E	P/E 2011 (П)
<b>Россия</b>	<b>1,8</b>	<b>8,5</b>
Сбербанк	1,9	8,0
ВТБ	1,6	11,2
Банк Возрождение	1,2	14,4
Банк Москвы	-	6,0
Банк Санкт-Петербург	1,2	5,6
<b>DM</b>	<b>0,8</b>	<b>9,6</b>
<b>EM</b>	<b>1,6</b>	<b>8,3</b>

## Телекоммуникации

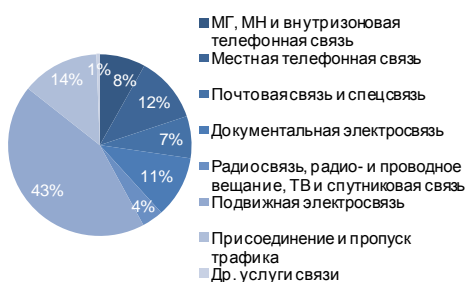
### Динамика индекса телекоммуникаций и ММВБ



### Динамика акций телекоммуникационных компаний с начала года, %



### Структура объемов услуг связи



### Итоги полугодия

Ландшафт сектора телекоммуникаций в России за последние месяцы значительно изменился: неопределенность по поводу слияний и поглощений в 2010 г. сменились довольно ясным представлением будущей деятельности основного локомотива компаний в первом полугодии 2011 г. К традиционной тройке лидеров присоединился еще один крупный игрок – Ростелеком. Именно акции этой компании приковывают к себе наибольший интерес инвесторов на текущий момент.

Если говорить в целом о тенденциях сектора на фондовом рынке, то, несмотря на произошедшие изменения в структуре ряда компаний, мы наблюдали вполне стабильную ситуацию с котировками. Важно отметить, что исторически сектор телекоммуникационных услуг является одним из самых стабильных на российском фондовом рынке. Телекоммуникационный сектор в наименьшей степени зависит от сырьевой конъюнктуры и имеет низкую волатильность денежных потоков. Именно это влияет на то, что бумаги компаний за прошедший период сильно не изменились.

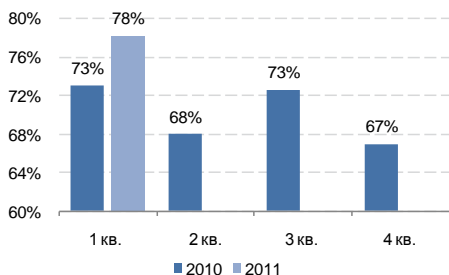
### Основные тренды и прогнозы

**Консолидация сектора.** В начале 2011 г. произошел ряд крупных событий на рынке телекоммуникаций, которые могут повлечь за собой оживление инвестиционного спроса на ценные бумаги.

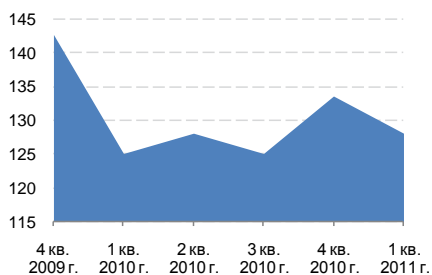
**Присоединение ОАО «Комстар-ОТС» к ОАО «МТС».** В апреле 2011 г. МТС завершил присоединение Комстар-ОТС, что способствовало созданию крупнейшего оператора интегрированных телекоммуникационных услуг в России и СНГ. Это позволяет МТС выйти на рынок фиксированной связи с помощью Комстар-ОТС, выделить средства на региональную экспансию и, таким образом, стать значимым игроком и сотовой, и фиксированной связи. Что касается акций Комстара, то они были конвертированы, в результате чего уставный капитал МТС увеличился на 73,87 млн обыкновенных акций, до 2,664 млрд. обыкновенных акций.

**Объединение ОАО «Ростелеком» с 7 МРК и Дагсвязьинформ.** В это же время Ростелеком завершил интеграцию собственной сетевой инфраструктуры с сетями присоединенного МРК (ЦентрТелеком, Сибирьтелеком, Дальсвязь, Уралсвязьинформ, ВолгаТелеком, СЗТ, ЮТК) и Дагсвязьинформ. Целью объединения было превращение его в универсального оператора связи, способного конкурировать с операторами «большой тройки». Помимо планов на ребрендинг МРК, компания имеет и инвестиционные планы строительства сетей доступа, где ключевыми рынками будут являться широкополосный доступ в интернет (ШПД), платное телевидение, а также, возможно, беспроводной интернет. Первые шаги в этом направлении объединенный Ростелеком уже сделал:

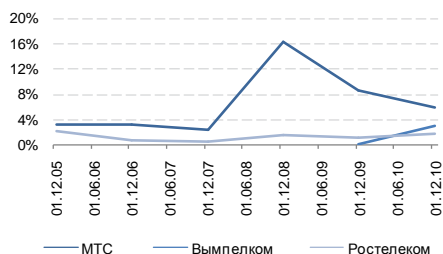
Доля доходов населения на покупку товаров и оплату услуг в общих расходах



Предоставлено внутризональных, МГ и МН фиксированной связи, млн часов



Доходность дивидендов за 12 месяцев



компания подписала договор на покупку 39,87% акций крупнейшего телекоммуникационного оператора Башкирии – Башинформсвязь – за 3,64 млрд. руб., что позволит оператору активно наращивать число корпоративных клиентов базы и развивать сегмент ШПД. Несколько месяцев ранее Ростелеком, Уралсвязьинформ и Северо-Западный Телеком завершили сделку по приобретению 71,8% акций ОАО «Национальные телекоммуникации», крупнейшего участника рынка кабельного ТВ в России.

**Наращивание абонентской базы Вымпелкома.** Вымпелком предпринимает некоторые шаги по наращиванию абонентской базы в Санкт-Петербурге (приобретение 100% доли ЗАО «Элтел»), Белгороде (покупка 100% доли ЗАО «Белгородские цифровые магистрали») и Ярославле (приобретение 100% акций ОАО «СеверТрансКом»). В результате, когда у конкурентов в прошедшем марте наблюдался отток пользователей, Вымпелком лидировал в России по количеству чистых подключений: на долю оператора пришлось 38,7% новых абонентов. В данный момент в целях расширения абонентской базы Вымпелком начал процесс выкупа 90% акций дальневосточной «Новой телефонной компании», которая входит в десятку крупнейших операторов связи в РФ.

**Зарубежная экспансия поисковиков.** Поисковая система «Яндекс» успешно разместила акции на американской бирже NASDAQ, где инвесторам было предложено 16,3% акций. Привлеченные средства (около 1 млрд. долл.) компания намерена потратить на покупку серверов и развитие data-центров для поддержания роста текущих операций компании и потенциальной зарубежной экспансии. Однако существуют риски, связанные с ограничениями ФАС и политически мотивированным отношением к «Яндекс. Новости». Удачный опыт размещения акций имеет уже и «Mail.ru» (на LSE), который является одним из основных конкурентов Яндекса. Ценные бумаги Яндекса и Mail.ru коррелируют, что в целом скажется на общем росте цен акций компаний, а также сможет оказать косвенное влияние на российский медиарынок, в частности на акции РБК ТВ.

**Изменение потребительских доходов.** Сектор телекоммуникационных услуг является относительно стабильным на фондовом рынке России, и основной фактор его роста составляет изменение потребительских доходов, т.к. основные доходы сектора приходятся на услуги, которые оказываются населению. Реальные располагаемые денежные доходы в первом квартале 2011 г. составляют 97,1% к соответствующему периоду предыдущего года. В целом это может повлиять на замедление темпов роста выручки компаний, осуществляющих свою деятельность в этом секторе. Однако основным двигателем увеличения прибыли компаний будет, по нашему мнению, не мобильные услуги, а рост спроса на интернет-услуги, поскольку по сравнению с первыми, сегмент передачи данных не является перенасыщенным.

**Развитие новых услуг.** Основной тенденцией сектора телекоммуникационных услуг в последние годы стало перенасыщение рынка мобильной связью. Ранее стремительный

рост выручки компаний сопровождался взрывным расширением абонентской базы, однако сейчас весь потенциал исчерпан, что заставляет конкурентов помимо борьбы за потребителя искать новые пути повышения продаж. Одним из основных, относительно мало охваченных направлений, остаются интернет услуги. Особое внимание, по нашему мнению, необходимо уделить потенциалу роста сегмента ШПД, особенно в регионах, где конкуренция сравнительно низкая, а цены выше среднего. Все большую популярность приобретают услуги по передаче данных по мобильным и беспроводным сетям на фоне появления смартфонов, USB модемов и планшетов. По нашим прогнозам, рост выручки компаний по этим направлениям будет продолжаться до конца 2013 г. Далее мы будем наблюдать обострение конкуренции, что, в свою очередь, может замедлить темпы роста доходов сектора.

Компания	EV/sales 2011E	EV/EBITDA 2011E	P/E 2011E
<b>Россия</b>	<b>1,7</b>	<b>4,0</b>	<b>10,6</b>
Vimpelcom	1,5	3,3	9,5
МТС	1,8	4,1	8,6
Ростелеком	2,0	5,1	15,6
<b>DM</b>	<b>1,7</b>	<b>5,1</b>	<b>11,8</b>
<b>EM</b>	<b>2,3</b>	<b>6,5</b>	<b>12,6</b>

## Рекомендации

**Вымпелком.** На данный момент, мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** АДР Вымпелкома: бумаги обладают большим потенциалом в 36,68%. В данный момент рынок недооценивает доходность инвестированного капитала компании и сравнительно низкую долю операционных расходов (72,47% в 2011 г.). Успешное функционирование компании в сфере слияния и поглощения вызывает всеобщий интерес рынка, что скажется на инвестиционном спросе на ценные бумаги.

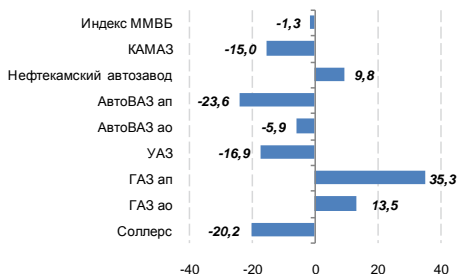
**МТС.** Акции МТС на сегодняшний день являются альтернативной для особо консервативных инвесторов: они сочетают в себе сравнительно низкие риски на фоне стабильного экономического положения компании и низкий потенциал роста. Несмотря на достойные финансовые показатели, в настоящий момент рынок практически справедливо оценивает данные ценные бумаги, оставляя потенциал роста лишь в 7,69%. Наша рекомендация по акциям МТС – **ДЕРЖАТЬ**.

**Ростелеком.** Акции объединенного Ростелекома не обладают инвестиционной привлекательностью. Уровень падения цены может достичь 36,4%, поэтому мы советуем занять короткую позицию и играть на понижение.

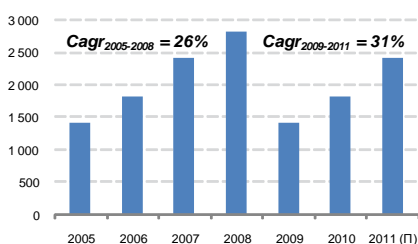
**Динамика индекса машиностроения и ММВБ**



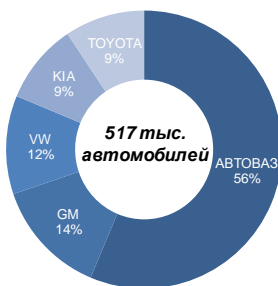
**Динамика акций машиностроительных компаний с начала года, %**



**Динамика продаж легковых и LCV автомобилей в 2005-2011 гг.**



**ТОП-5 производителей легковых и LCV автомобилей в 1 кв. 2011 г.**



**Машиностроение**

**Итоги полугодия**

Российский автомобильный рынок в первом квартале текущего года растет по всем направлениям. Так, по данным Ассоциации европейского бизнеса (АЕБ), продажи легковых и легких коммерческих автомобилей выросли на 77%, продажи тяжелых грузовиков – на 136%, что связано с активным восстановлением промышленности и строительного рынка.

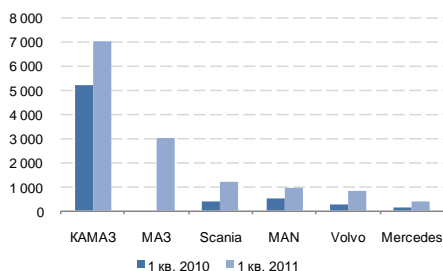
**Рынок тяжелых грузовиков.** В целом, объем рынка грузовиков полной массой свыше 16 тонн в 1 квартале составил 3,8 тыс. единиц без учета продаж КАМАЗа и белорусского МАЗа. Лидером продаж среди иномарок стала шведская Scania – 1,2 тыс. грузовиков (+216%), второе место у MAN – 923 грузовика (+93%). Продажи Volvo выросли на 184% – до 786 грузовиков. На 273%, до 406 грузовиков, выросли продажи Mercedes, который производит грузовики в России в рамках СП Daimler с КАМАЗом. КАМАЗ, в свою очередь, за 1 кв. 2010 г. реализовал около 7 тыс. грузовиков (+35%), МАЗ – около 3 тыс. грузовиков. Совокупный объем рынка грузовой техники, таким образом, составил 13,8 тыс. единиц техники. Доля КАМАЗа – более 50%, на МАЗ приходится около 22% российского рынка.

Отставание роста продаж КАМАЗа от общей динамики рынка объясняется тем, что в 1 квартале спрос был сфокусирован в сегменте седельных тягачей, основными производителями которых являются зарубежные компании. КАМАЗ же специализируется на тяжелой строительной и дорожно-строительной технике.

**Рынок LCV и легковых автомобилей.** Продажи новых легковых и легких коммерческих автомобилей в нашей стране за 1 кв. 2011 г. составили 517,3 тыс. автомобилей против 292,4 тыс. годом ранее. По данным АЕБ в десятке лидеров по моделям среди легковых автомобильных марок, наиболее продаваемых с начала года, девять производятся в России. Лидерство на российском авторынке сохраняет марка Lada – за первый квартал АВТОВАЗ реализовал 121,251 тыс. машин, что на 69% превышает показатель годичной давности. Второе место и лидерство среди иномарок занимает Renault, чьи продажи по итогам первого квартала увеличились на 93% и составили 31,031 тыс. машин. Следом идет марка Chevrolet, которая с показателем 31,003 тыс. машин (+51%). Четвертый результат показала KIA – 30,250 тыс. машин (+71%). Nissan замыкает пятерку лидеров – продажи за квартал составили 27,629 тыс. машин (+163%).

По группам производителей наиболее динамично росли продажи у Mitsubishi (+212%) и Toyota Group (+125%), марки Fiat и SsangYong, собираемые группой СОЛЛЕРС, прибавили 97% и 98% соответственно. В целом по группе СОЛЛЕРС продажи в 1 кв. 2011 г. выросли на 79%. Также превосходили динамику рынка продажи АВТОВАЗа, VW Group, PSA Peugeot Citroen и Mazda, которые увеличили продажи на 83%, 81%, 85% и 82% соответственно.

Динамика продаж грузовиков в 1 кв. 2011 г.

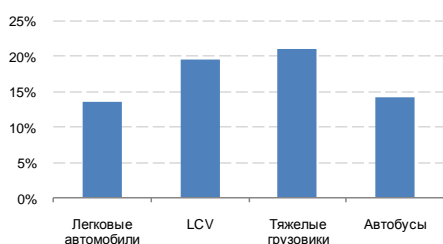


## Основные тренды и прогнозы

**Повышение прогнозов.** В отношении рынка легкового автотранспорта в текущем году АЕБ повысил свой прогноз до 2,35 млн. автомобилей против 2,24 млн. машин, прогнозируемых ранее. Относительно грузовой техники в перспективе двух лет ожидается примерно двукратный рост рынка в России, что связано с износом старого парка, но при этом ожидается рост доли импортных автомобилей за счет организации промсборки на территории нашей страны. Тем не менее, позиции КАМАЗа сильны, и догнать его по доле рынка другим производителям представляется маловероятным.

**Программа приватизации в Белоруссии.** Кроме того, в мае текущего года Россия и Белоруссия достигли ключевых договоренностей в отношении предоставления Белоруссии кредита из антикризисного фонда ЕврАзЭС в сумме 3-3,5 млрд. долл. в течение 3 лет. В обмен на это Белоруссии придется, в том числе, утвердить трехлетнюю программу приватизации, среди объектов которой, на наш взгляд, будет и МАЗ. В этой связи в ближайшей перспективе акции КАМАЗа, который уже давно претендует на контроль над белорусским конкурентом, представляются наиболее интересными в сфере автомобилестроения. Тем более, что КАМАЗ по итогам 1 полугодия 2010 г. (последний отчетный период) вышел на операционную прибыль и увеличил рентабельность EBITDA до 6%, практически догнав уровень 2008 г., а также улучшил свое финансовое положение, снизив чистый долг на 8% до 12,5 млрд. руб. При этом цены акций КАМАЗа демонстрируют недооценку в 70% по сравнению с докризисным уровнем котировок. По мультипликаторам КАМАЗ также выглядит дешевле аналогов развитых и развивающихся рынков: EV/S составляет 0,6. При этом EV/S на развитых рынках составляет 0,8, а развивающихся – 0,7.

Carg рынка в 2010-2015 гг.



**Программа утилизации грузовиков.** Кроме того, КАМАЗ существенно улучшил свой взгляд на 2011 г. на фоне ускоренного восстановления рынка. Так, автопроизводитель планирует увеличить продажи грузовиков на 31% до 42 тыс. грузовиков, в том числе благодаря запуску госпрограммы по утилизации грузовиков. Если же объединение КАМАЗа и МАЗа состоится, то КАМАЗ, таким образом, существенно укрепит свои позиции в СНГ и увеличит производство агрегатов – двигателей, коробок передач и мостов, не говоря уже о том, что еще больше увеличит отрыв от иностранных конкурентов.

**Высокие результаты СОЛЛЕРСА.** Среди производителей LCV мы рекомендуем обратить внимание на акции СОЛЛЕРСа. Компания уже на протяжении многих лет зарекомендовала себя в качестве стабильной и эффективной компании с рентабельностью выше рынка. В 2010 г. компания более чем в 1,5 раза увеличила консолидированную выручку до 55,3 млрд. руб., показатель EBITDA вырос в 16 раз до 4,3 млрд. руб., а на операционном уровне СОЛЛЕРС получил прибыль против убытка в 2009 г. Кроме того, одним из ключевых финансовых результатов 2010 г. стало заметное сокращение уровня чистого долга компании – с

23,205 млрд. руб. в 2009 г. до 21,442 млрд. руб. в 2010 г. Положительная динамика финансовых результатов продолжилась и в 1 кв. 2011 г. – продажи выросли на 80% и составили более 22 тыс. автомобилей. При этом продажи росли по всем продуктовым направлениям и брендам. Выручка СОЛЛЕРСа по РСБУ в 1 кв. 2011 г. составила 261,461 млн руб. (годом ранее – 73,118 млн руб.). Рост выручки в 3,6 раза обусловлен увеличением объемов продаж по агентским договорам. Валовая прибыль в 1 квартале текущего года составила 109,133 млн руб. против валового убытка в размере 67,547 млн руб.

**СОЛЛЕРС + Ford.** Кроме того, значимым событием текущего года стало подписание меморандума о намерениях между СОЛЛЕРС и Ford Motor Company, которое предусматривает создание СП в России с равными долями. С одной стороны, партнерство выглядит неоднозначным, т.к. СОЛЛЕРС вносит в СП свои производственные площадки в Набережных Челнах и Алабуге. А также опасения вызывает завершение производства Fiat Ducato, которое может пошатнуть финансовую стабильность компании. С другой стороны, партнеры с 2012 г. намерены выпускать модели Focus и Mondeo, а с 2014 г. – новые малобюджетные автомобили класса B, которые будут конкурировать с VW Polo и Renault Logan. В сегменте внедорожников СП будет заниматься сборкой моделей Ford Kuga и Ford Explorer, тогда как легкий коммерческий автомобиль Ford Transit LCV заменит Fiat Ducato. Учитывая популярность марки Ford в нашей стране, сотрудничество двух компаний может позитивно отразиться на финансовых показателях СОЛЛЕРСа.

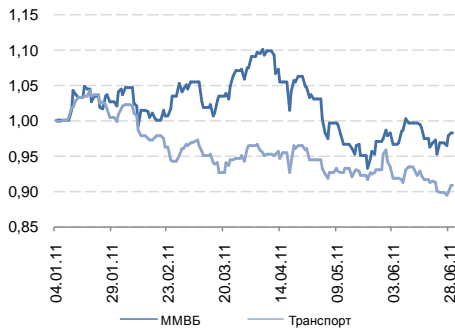
Компания	EV/sales	EV/EBITDA	P/E
	2011E	2011E	2011E
<b>Легковые автомобили</b>			
Россия	0,6	7,8	21,9
Соллерс	0,5	6,3	17,8
ГАЗ	0,5	5,3	42,2
УАЗ	0,6	6,1	14,5
АвтоВАЗ	0,6	12,7	0,0
DM	0,7	6,4	9,7
EM	0,7	6,7	9,5
<b>Грузовые автомобили</b>			
КАМАЗ	0,6	7,5	20,6
DM	0,8	7,6	13,1
EM	0,7	5,4	8,1
<b>Энергомашиностроение</b>			
Россия	1,0	5,6	9,5
Силловые машины	1,0	5,6	9,5
DM	0,6	4,8	13,1
EM	1,0	7,3	15,2

## Рекомендации и идеи

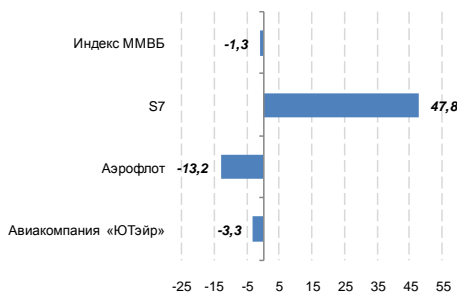
Учитывая вышеперечисленные факторы, мы рекомендуем присмотреться к акциям **КАМАЗа**. Среди драйверов роста мы выделяем ожидаемый рост строительства и, соответственно, рынка строительной техники, а также ожидание объединения с МАЗом. Мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции автопроизводителя с целью 100 руб., что соответствует потенциалу роста в 60%.

Акции **СОЛЛЕРСа** во время кризиса упали практически в 2 раза. В связи с этим, учитывая высокие результаты 2010 г., активное восстановление автомобильного рынка и потенциальные выгоды от сотрудничества с Ford, мы рекомендуем **ПОКУПАТЬ** акции СОЛЛЕРСа с потенциалом роста до 80% к концу года.

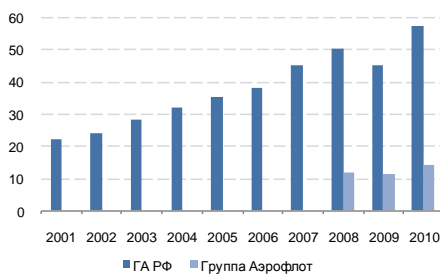
### Динамика индекса сектора транспорта и ММВБ



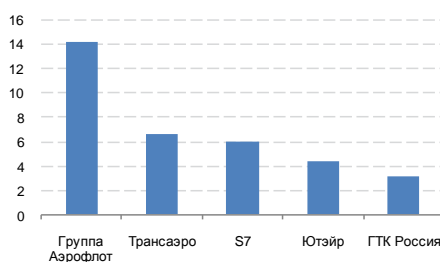
### Динамика акций транспортных компаний с начала года, %



### Пассажиропоток гражданской авиации, млн человек



### Пассажиропоток компаний, млн человек



## Транспорт

### Итоги полугодия

Для авиаотрасли 2010 г. охарактеризовался восстановлением спроса на авиаперевозки – пассажиропоток вырос на 26,4% по сравнению с 2009 г. и на 14% по сравнению с 2008 г. и составил 57 млн человек. Пассажирооборот в целом по отрасли в 2010 г. вырос до 146,8 млрд. пкм против 112,4 млрд. пкм годом ранее (+30,6%).

**Лидер отрасли.** Аэрофлот за этот период перевез более 14 млн человек (+27% к 2009 г.). Доля компании на отечественном рынке авиаперевозок составила 24,7%. При этом в 2010 г. Аэрофлот впервые занял первое место на внутренних воздушных линиях с долей рынка в 21,2%. В целом динамика основных операционных показателей Аэрофлота опережала динамику рынка как гражданской авиации РФ, так и динамику показателей Ассоциации европейских авиакомпаний. При чем темпы роста пассажирооборота и пассажиропотока последней не достигли и 3%.

В мае Аэрофлот предоставил инвесторам финансовую отчетность по МСФО за 2010 г., которая подтвердила сильные позиции компании на рынке. Выручка группы выросла на 30% до 4,3 млрд. долл. При этом за счет наличия эффективного парка воздушных судов, а также благодаря программе оптимизации затрат в целом операционная прибыль компании выросла на 80% до 499 млн долл., EBITDA – почти на 60% до 727 млн долл., а чистая прибыль группы составила 253 млн долл. против 86 млн долл. годом ранее. Уровень загрузки кресел группы также достиг исторических максимумов – 71%.

Позитивная динамика производственных показателей Аэрофлота сохраняется и в 2011 г. Так, по итогам первых 4 месяцев текущего года Аэрофлот перевез 4,428 млн человек, что на 16% выше уровня 2010 г. Уровень загрузки кресел в апреле 2011 г. достиг рекордного для этого времени года значения в 76,2%.

### Основные тренды и прогнозы

Аэрофлот сохраняет позитивный взгляд на весь 2011 г. Целевой уровень загрузки по итогам года составляет 75%, темпы роста пассажиропотока запланированы на уровне 27,7%. В 2011 г. Аэрофлот намерен выполнять рейсы по новым направлениям (Минск, Тиват, Нижний Новгород), а также увеличить количество маршрутов в рамках соглашения «код-шеринг».

Между тем, остается и ряд неоднозначных моментов, способных двояко повлиять на деятельность Аэрофлота в 2011 г. Во-первых, компания собирается деконсолидировать из отчетности терминал D (его долг около 750 млн долл.), а также Нордавиа (долг 200 млн долл.) и присоединить ОАО «Россия» (бывшая ГТК «Россия»), долг которой составляет 164 млн долл. Это может сократить долговую нагрузку Аэрофлота на 786 млн долл. С другой стороны, при вступлении России в ВТО в текущем году Аэрофлот может лишиться роялти, составляющим существенную строку в прибыли

**структура гражданской авиации РФ**


Компания	EV/sales 2011E	EV/EBITDA 2011E	P/E 2011E
Россия	0,7	5,3	10,0
Авиакомпания «ЮТэйр»	0,6	4,4	20,0
Аэрофлот	0,8	5,6	9,4
DM	0,5	4,7	12,7
EM	1,2	7,5	12,9

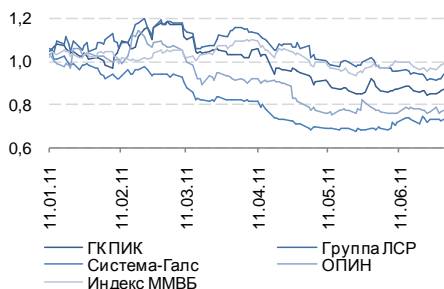
компании, но при этом обрести и ряд преимуществ. Среди них отмена пошлин, демонополизация аэропортов и прочие преимущества.

### Рекомендации и идеи

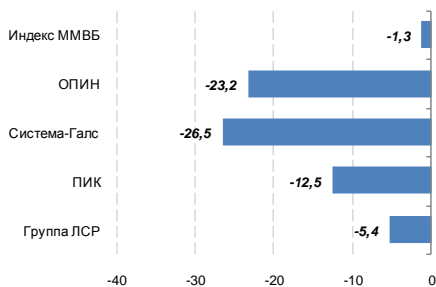
**Аэрофлот** – наш фаворит. Мы с оптимизмом смотрим на будущее группы и полагаем, что акции компании в настоящее время недооценены. Это подтверждают мультипликаторы, с которыми она торгуется. Так, коэффициент EV/S Аэрофлота составляет 0,8, EV/EBITDA – 5,6, это существенно ниже аналогичных показателей компаний, осуществляющих свою деятельность на развивающихся рынках. Кроме того, интерес к акциям авиаперевозчика может подогреть информация о готовящемся SPO, в ходе которого Аэрофлот планирует разместить казначейский пакет (около 7%) в виде глобальных депозитарных расписок на зарубежных площадках.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции Аэрофлота с целевой ценой на конец года, равной 110 руб., что подразумевает потенциал роста в 58,4%.

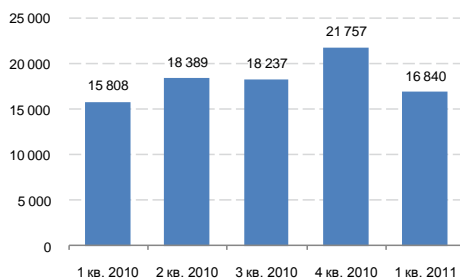
**Динамика стоимости акций, %**



**Динамика акций строительных компаний с начала года, %**



**Денежные доходы в среднем на душу населения в месяц, руб.**



**Сведения о жилищных кредитах, предоставленных физ. лицам, руб.**



**Рынок недвижимости**

**Итоги полугодия**

В 1 пол. 2011 г. акции российских девелоперов продемонстрировали отстающую динамику по сравнению с общим рынком. Так, индекс ММВБ за рассматриваемый период снизился лишь на 1,27%, в то время как большинство акций сектора потеряло в цене более чем 20%. Общее состояние рынка российской недвижимости в совокупности с наличием идей в других секторах не только не способствовало формированию спроса на бумаги отечественных девелоперов, но и вызывало у инвесторов желание зафиксировать прибыль.

За первую половину 2011 г. значительного роста стоимости жилой недвижимости в Москве не произошло. В качестве подтверждающего примера можно рассмотреть динамику индекса стоимости жилья в Москве, рассчитываемого аналитическим центром ИРН: в течение последнего года индекс демонстрирует боковое движение, находясь в районе 132 000-143 000 руб./кв.м. Одной из главных причин такой динамики послужило отсутствие у рынка российской недвижимости основного драйвера роста в виде платежеспособного потребительского спроса.

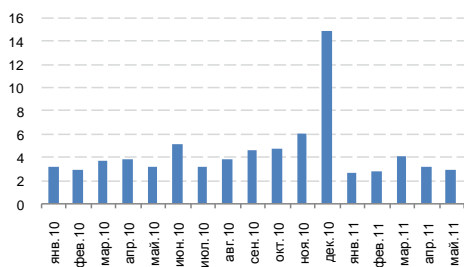
В связи с отсутствием нового спроса девелоперы не стремятся наращивать хорошими темпами объемы строительства, что негативно сказывается на финансовых показателях компаний: ПИК и Группа ЛСР в 1 кв. 2011 г. значительно снизили чистую прибыль по сравнению с 1 кв. 2010 г.: на 33,16% и 109,15% соответственно.

**Основные тренды и прогнозы**

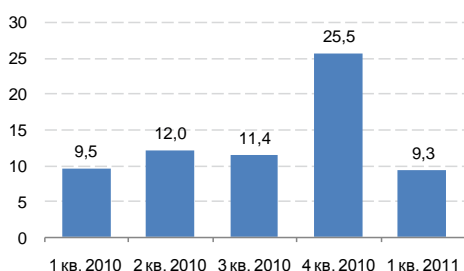
Тем не менее, в 1 пол. 2011 г. сложились определенные факторы, способные возобновить рост сектора во второй половине года: рост ВВП по итогам 2011 г. может составить 4,2%, сокращение безработицы – 7,1% и инфляции – 6,5-7,5%. Таким образом, главным идейным трендом остается ожидание улучшения финансовых показателей российских лидеров сектора до конца 2011 г.

**Ожидание повышения спроса на жилую недвижимость.** В связи с улучшением экономической ситуации в стране, наблюдается рост уровня общего благосостояния жителей. Денежные доходы на душу населения в месяц по итогам 1 кв. 2011 г. выросли на 6,5% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Ожидается, что данный показатель сохранится на этом же уровне до конца 2011 г. Ипотечное кредитование становится все доступней для граждан: средневзвешенная ставка по выданным на начало года ипотечным кредитам за январь-май 2011 г. уменьшилась с 13,30% до 12,50% (-6,02%), несмотря на сокращение ввода в действие жилых домов в 1 кв. 2011 г. (на 2,1% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года). Спросом будет пользоваться по-прежнему «дешевое» жилье (спальные районы). При этом драйвером для роста этого сегмента может стать возможное расширение границ Москвы

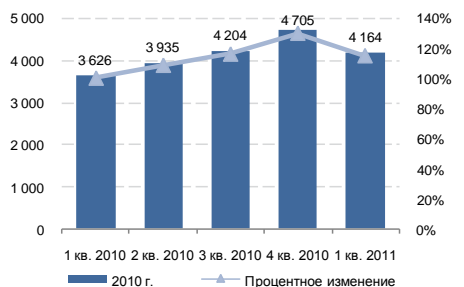
**Строительство жилых домов, млн.кв.м**



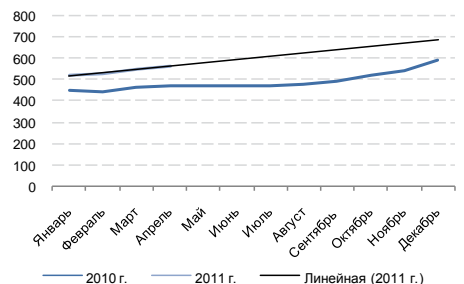
**Ввод в действие жилых домов, млн.кв.м**



**Оборот розничной торговли, млрд. руб.**



**Товарные запасы в организациях розничной торговли, млрд. руб.**



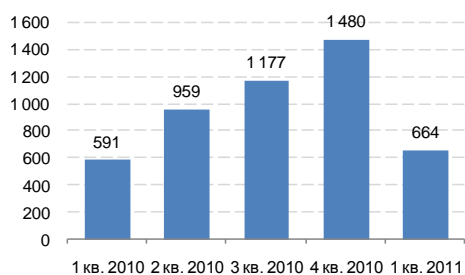
(объединение Москвы и Московской области в единый регион). Таким образом, в более долгосрочной перспективе (2012-2013 гг.) данный сегмент станет более привлекательным для инвестиций, причем данный сектор может расти опережающими темпами к другим секторам экономики. Это связано с тем, что низкий потребительский спрос в 2008-2010 гг. «заморозил» объемы строительства, однако в будущем восстановление спроса будет более стремительным, чем объемы строительства, что может подстегнуть рост цен на жилье в будущем.

**Продолжение восстановления в сегменте коммерческой недвижимости.** Сегмент коммерческой недвижимости движется в русле постепенного восстановления и роста. Объем инвестиций в российскую коммерческую недвижимость в 1 кв. 2011 г. составил 589,1 млн долл., что на 50% больше аналогичного показателя 2010 г. Рост спроса на коммерческую недвижимость обуславливается расширением границ бизнеса. Основным индикатором потребности дальнейшего развития бизнеса является рост розничной торговли: за 1 кв. 2011 г. оборот возрос на 14,8% по сравнению с 1 кв. 2010 г. при увеличении за 2010 г. на 30%. В связи с этим, товарные запасы в организациях розничной торговли в первом полугодии 2011 г. оставались на 17-18% выше прошлогодних показателей. Таким образом, мы можем прогнозировать цепное увеличение спроса, которое затронет все сегменты: офисную, торговую, промышленно-производственную и складскую недвижимость. Еще одним индикатором этого роста является плавное сокращение уровня вакантных площадей в сегменте офисных помещений по состоянию на конец 1 кв. 2011 г. до 15% в среднем по рынку, в качественных складских объектах – до 5,5%, а в сегменте торговой недвижимости – до 6,5% по данным Praedium Oncor International. Умеренный объем нового строительства офисных площадей в 2010 г. и перенос сроков ввода ряда масштабных объектов на 2011-2012 гг. в условиях недостатка новых проектов будет способствовать росту рынка и ускорению снижения доли вакантных площадей.

**Сегмент строительства недвижимости.** Объемы строительства в 1 кв. 2011 г. находятся на 12,4% выше уровня аналогичного периода прошлого года, что говорит о соответствующем увеличении предложения на рынке недвижимости. Всего до конца 2011 г. к вводу в эксплуатацию запланировано порядка 400 000 кв. м торговых площадей. Таким образом, мы наблюдаем потенциал в развитии девелоперских компаний в связи с появлением новых масштабных проектов, однако он реализуется только после полного возврата к докризисному уровню, что произойдет только к 2012 г.

**Активность на рынке M&A.** За 1 пол. 2011 г. в сфере слияний и поглощений наибольшую активность проявил один из крупнейших стройхолдингов России – Группа ЛСР: приобретение Каменск-Уральского завода железобетонных изделий и ОАО «Обуховский завод строительных материалов и конструкций». Если говорить о AFI Development, то она решила изменить стратегию в пользу достройки проектов в Москве и Подмосковье. Также девелопер активно пытается продать полностью или частично региональные активы, оставив их под своим операционным управлением,

Объем работ по строительству, млрд. руб.



	EV/sales 2011E	EV/EBITDA 2011E	P/E 2011E
Россия	2,1	7,9	11,4
Группа ЛСР	2,1	7,9	11,4
ПИК	0,0	0,0	0,0
DM	2,6	9,1	11,2
EM	2,1	7,3	10,0

причем начинать реализацию новых проектов компания не будет.

## Рекомендации и идеи

**ГК ПИК.** За прошедшее полугодие акции эмитента потеряли в цене более 12% и вплотную подошли к психологической отметке 100 руб. Давление на бумаги эмитента смогли оказать как судебные разбирательства с «Номос-Банком», так и слабые итоговые показатели деятельности за 2010 г. Последние были обусловлены снижением строительной активности, вызванным кризисом. В результате по итогам 2010 г. компания получила чистый убыток в размере 3,04 млрд руб., что в 1,5 раза выше аналогичного показателя за 2009 г.

На фоне слабых финансовых показателей компании наблюдалась негативная динамика котировок акций ПИКа в течение 2 кв. 2011 г. В результате, цена акции консолидировалась у отметки в 105 руб., где можно было проследить фигуру «двойное дно», формирующую уровень поддержки. От этой отметки мы ожидаем роста вплоть до двухсотдневной скользящей средней на уровне 120 руб., где акции компании могут встретить серьезное сопротивление. Фундаментальным фактором роста будет являться получение Керимовым (доля 38,3% акций) контрольного пакета, что обусловит улучшение корпоративного фона организации. Долгосрочный тренд сформируется за счет предпринимаемых новым руководством шагов по увеличению стоимости компании при использовании сильного административного ресурса акционера.

**Группа ЛСР.** В рамках технического анализа мы можем заключить, что цене акций ЛСР для дальнейшего роста необходимо закрепиться на уровне восходящего тренда. Во 2 пол. 2011 г. мы не видим значительных драйверов роста ценных бумаг, поэтому, по нашим ожиданиям, цена будет колебаться в ценовом коридоре 1 000-1 100 руб. Наша рекомендация – ДЕРЖАТЬ.

## Потребительский сектор

### Итоги полугодия

Российский потребительский сектор в первом полугодии 2011 г. продемонстрировал динамику хуже рынка. Так, снижение отраслевого индекса ММВБ «Потребительский сектор» за первое полугодие составило 13,67%, в то время как сам индекс ММВБ потерял лишь 1,27%. Столь негативная динамика связана с несколькими факторами. Во-первых, в 2010 г. данная отрасль экономики продемонстрировала существенный опережающий рост к рынку (отраслевой индекс вырос за 2010 г. на 85,2% при росте индекса ММВБ на 23,2%), что спровоцировало у инвесторов желание зафиксировать прибыль. Во-вторых, сложившаяся экономическая ситуация усиливала опасения по поводу дальнейшей его динамики: летняя засуха 2010 г. привела к скачку инфляции в стране – индекс потребительских цен за первые пять месяцев 2011 г. вырос на 9,53% в сравнении с аналогичным показателем годом ранее. При этом рост в основном был обусловлен резким подъемом цен на продовольственные товары (+14,13%). Рост инфляции неблагоприятным образом сказался на уверенности потребителей, и, как следствие, в настоящий момент наблюдается снижение потребительской активности населения. В итоге, негативные тенденции в экономике оказали давление на российский потребительский сектор.

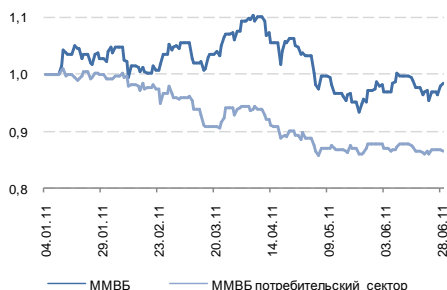
### Основные тренды и прогнозы

**Инфляция как основная движущая сила.** Во втором полугодии 2011 г. одним из основных драйверов для потребительского рынка будет оставаться инфляция в стране. Однако ее влияние на сектор неоднородно. Так, пищевая промышленность под воздействием роста инфляции находилась под давлением, в то время как крупные ритейлеры смогли извлечь из этого пользу. Перекалывание издержек на потребителей в совокупности с ростом инфляции способствовали росту среднего чека, что благоприятно сказалось на финансовых показателях крупных ритейлеров. Мы считаем, что дальнейший рост цен позитивно отразится на результатах работы ведущих ритейлеров, что повышает инвестиционную привлекательность их бумаг.

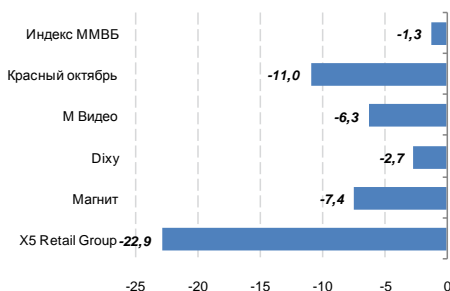
**Активность в сфере М&А.** Другим драйвером для роста капитализации компаний потребительского сектора могут стать сделки М&А. Конец 2010 г. и начало 2011 г. были ознаменованы заключением ряда крупных сделок: PepsiCo приобрела «Вимм-Билль-Дан», X5 Retail Group – «Копейку», а «Дикси» – «Викторию». Данные сделки сопровождалось повышенным интересом со стороны инвесторов и способствовали позитивному пересмотру оценок компаний. При этом принятый в 2010 г. закон «О торговле», накладывающий ограничение на расширение сети, не создаст трудностей и для будущих сделок.

**Вступление России в ВТО.** Среди основных рисков можно выделить вступление России в ВТО, которое способно оказать негативное влияние на потребительский рынок: усиление конкуренции поставит российские компании в очень невыгодное

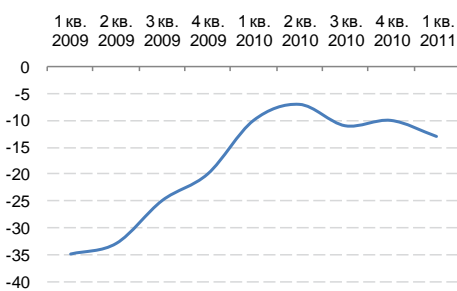
#### Динамика индекса потребительского сектора и ММВБ



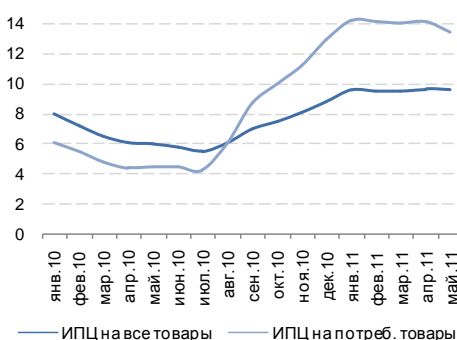
#### Динамика акций компаний потребительского сектора с начала года, %



#### Индекс потребительской уверенности, %



#### Индекс потребительских цен, %



положение. С другой стороны, возникнет мощный стимул для повышения эффективности работы, однако позитивных сдвигов можно будет ожидать лишь в долгосрочной перспективе. Таким образом, вступление РФ в ВТО может создать среднесрочное давление на акции сектора. Однако вероятность данного события до конца 2011 года мы оцениваем как низкую.

## Рекомендации и идеи

Компания	EV/sales 2011 (П)	EV/EBITDA 2011 (П)	P/E 2011 (П)
<b>Россия</b>	<b>0,9</b>	<b>12,5</b>	<b>28,2</b>
X5 Retail Group	0,8	11,7	27,2
Магнит	1,2	15,8	31,9
Dixy	0,6	9,9	37,1
O'Key Group	0,9	11,2	23,7
М Видео	0,4	6,9	17,4
<b>DM</b>	<b>0,4</b>	<b>6,4</b>	<b>13,0</b>
<b>EM</b>	<b>1,2</b>	<b>13,9</b>	<b>25,5</b>

**Красный октябрь.** Наименее рискован активом, мы считаем обыкновенные акции Красного октября. Поддержку акциям эмитента будет оказывать ожидаемая приватизация госпакета. Стоит также отметить, что компания демонстрирует хорошие финансовые результаты: выручка за 2010 г. составила 7,915 млрд. руб., что превышает аналогичный показатель годом ранее на 27%. Несмотря на то, что прибыль за рассматриваемый период снизилась менее чем на 7%, мы не склонны расценивать это как крайне негативный результат: снижение произошло вследствие роста себестоимости, вызванного ростом инфляции. Бумаги Красного октября выглядят недооцененными, что могло бы послужить драйвером роста стоимости для его акций.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ бумаги компании с целью 380 руб.

**М. Видео.** На наш взгляд, во второй половине 2011 г. неплохую динамику могут показать акции ритейлера «М.Видео». В первую очередь, поддержку акциям эмитента будет оказывать продолжение активного расширения сети, позитивно сказывающееся на финансовых показателях компании. К тому же драйвером роста может стать возможный листинг на одной из зарубежных площадок. Помимо прочего, финансовые показатели компании за 2010 г. выглядят сильно: выручка выросла на 19,4% до 86,565 млрд. руб., EBITDA – на 39,4% до 4,523 млрд. руб., а рентабельность по EBITDA поднялась с 4,5% до 5,2%. Все это позволяет М.Видео быть привлекательным активом для поглощения со стороны зарубежного крупного игрока. При этом периодически появляются слухи о подобном поглощении, и вероятность такого события исключать не стоит. Интерес со стороны зарубежной компании может выступить дополнительным катализатором для котировок акций эмитента.

Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ бумаги компании с целью 370 руб.

## Контактная информация

### Адрес:

г. Москва, ул. Шаболовка, д. 31, стр. Б, под. 2 (м. «Шаболовская»)

### Телефоны и электронная почта:

Единый многоканальный телефон

+7 (495) 980 2498

+7 (800) 100 2332

Горячая линия клиента:

+7 (800) 100 4060

Трейдерский отдел:

+7 (495) 983 0089

Факс

+7 (495) 98-024-99

E-mail:

[info@alor.ru](mailto:info@alor.ru)

Сайт:

[www.alor.ru](http://www.alor.ru)

Зотиков Олег	Zotikov@alor.ru
Иркили Марина	Irkli@alor.ru
Корзенева Светлана	Korzeneva@alor.ru
Лесина Наталья	Lesina@alor.ru
Лютягин Дмитрий	Lyutyagin@alor.ru
Петунин Вадим	Petunin@alor.ru
Погребницкая Елена	Pogrebickay@alor.ru
Рамазанов Дмитрий	Ramazanov@alor.ru

### Адрес для корреспонденции:

115162, г. Москва, ул. Шаболовка, д. 31, стр. Б, под. 2

## Раскрытие информации

Данный аналитический материал ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ». ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © АЛОР 2010 г.