

Краткая Стратегия 2010

Разуваев Александр, Макаров Дмитрий

19.01.10

РЕЗЮМЕ

- Мы полагаем, что с высокой вероятностью уже в первом квартале текущего года индекс РТС достигнет нашего целевого коридора в 1800-2000 пунктов, а затем рынок ждет коррекция и стагнация. В качестве основных драйверов роста российского рынка акций в первом квартале мы рассматриваем сохраняющуюся недооценку большинства российских акций относительно дисконтированных денежных потоков компаний и вероятные хорошие результаты американских компаний за последний квартал прошлого года.
- Далее ожидания и непосредственное повышение ставки ФРС сделает свое "медвежье" дело на мировых фондовых и сырьевых рынках.
- Мы ожидаем цены на нефть в коридоре Brent 65-75 долл./барр.
- Рост ВВП в 2010 г. мы ожидаем на уровне 4-5%, пром. производства - 5-6%
- Средний курс рубля к доллару мы ожидаем на уровне 30 руб./долл.
- Рынок рублевых облигаций вырос за год на величину порядка 20% со своих минимумов, достигнутых в начале 2009 г. и приблизился к докризисным уровням.
- На фоне дальнейшего снижения ставки рефинансирования доходности бумаг 1-, 2-го эшелонов к концу года снизятся не менее чем на 1%.
- Инвесторы на рынке рублевых облигаций в этом году будут проявлять большую осторожность при принятии решения об участии в размещении тех или иных бумаг. Стандартные требования прозрачности компаний будут играть определяющую роль на восстанавливающемся, но сузившемся, рынке капитала.
- Мы ожидаем, что со 2П2010 г. инвесторы начнут удлинять дюрацию портфелей, при этом пополнение портфелей начнется в первую очередь с бумаг первичного рынка. Соответственно, данный процесс, вероятно, станет одной из идей в этом году. С точки зрения рисков дефолта бумаг наиболее рискованными, на наш взгляд, остаются бумаги сектора недвижимости, автомобилестроительного сектора.

Рынок акций. Take money and run !

Российский рынок акций начал год на мажорной ноте, инвесторы, которые взяли на себя риски январского “гэпа” неплохо заработали. Мы полагаем, что с высокой вероятностью уже в первом квартале текущего года индекс РТС достигнет нашего целевого коридора в 1800-2000 пунктов, а затем рынок ждет коррекция и стагнация. В качестве основных драйверов роста российского рынка акций в первом квартале мы рассматриваем сохраняющуюся недооценку большинства российских акций относительно дисконтированных денежных потоков компаний и вероятные хорошие результаты американских компаний за последний квартал прошлого года. Далее ожидания и непосредственное повышение ставки ФРС сделает свое “медвежье” дело на мировых фондовых и сырьевых рынках. Соответственно, в текущем квартале стоит внимательно держать руку на пульсе рынка, и при достижении нашего целевого коридора начать фиксировать прибыль, переключаясь в рублевые облигации, на данном рынке мы ожидаем дальнейшего снижения ставок.

Естественно, точное время закручивания гаек предсказать невозможно, и реализация нашего сценария может быть немного сдвинута по срокам. Ожидая коррекцию на сырьевом рынке в 2010 году, мы ожидаем цены на нефть в коридоре Brent 65-75 долл./барр.

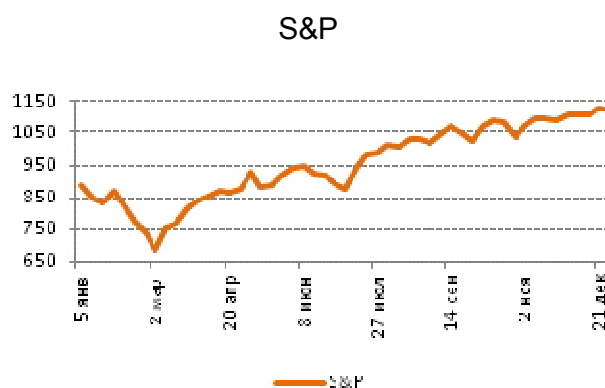
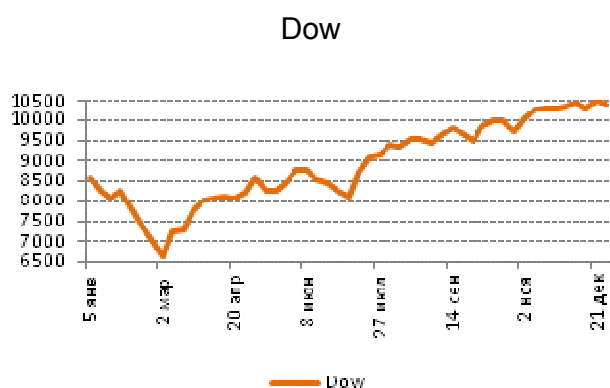
В модельном портфеле 2010, кроме наиболее привлекательных, с нашей точки зрения, фишек мы отвели существенную долю бумагам второго эшелона, которые могут реализовать свою фундаментальную стоимость даже на фоне стагнации рынка в целом. С нашей точки зрения, менее ликвидные бумаги значительно обгонят фишки в 2010 году. В качестве защитной бумаги мы по-прежнему рассматриваем привилегированные акции Сургутнефтегаза, дивидендные выплаты и защита от очень маловероятной, но возможной в наше нестабильное время девальвации с помощью валютной денежной подушки компании в размере более 20 млрд. долл. делают данную бумагу достаточно привлекательной. Для любителей дивидендного дохода в принципе могут также быть интересны привилегированные акции Татнефти.

Отдельно хотелось бы отметить, нашу рекомендацию по акциям ВТБ, в случае оптимистичного сценария акции ВТБ в 2010 году, с нашей точки зрения, могут достигнуть цены IPO 2007 г. – 13.6 коп. Наибольшую долю в нашем модельном портфеле получили наиболее привлекательные с точки зрения фундаментальной оценки фишки – Роснефть и МТС.

При инвестировании в акции мы советуем следовать принципам здорового консерватизма. Мы советуем избегать инвестиций в акции дочерних предприятий Связьинвеста, мы полагаем, что консолидация на базе Ростелекома будет проведена, прежде всего, в интересах государства, соответственно риски частных акционеров высоки. Мы также советуем пока обходить стороной акции компаний потребительского и строительного секторов, которые в значительной степени пострадали от кризиса. Мы еще в прошлом году считали, что реализация сценария второй волны кризиса является очень маловероятной, и по-прежнему придерживаемся данной точки зрения. Однако, из-за по-прежнему очень противоречивой ситуации в мировой экономике мы также по-прежнему полагаем, что риски портфельных инвестиций как и деловой среды в целом сейчас значительно выше, чем до кризиса. Очень маловероятный, но возможный сценарий нового масштабного вывода капитала нерезидентами с российского рынка акций способен снова отбросить рынок к 500-700 пунктам по индексу РТС.

Модельный портфель на январь 2010 г.

Акция	Вес, %
Роснефть	15%
Газпром	10%
Сургут преф.	10%
ГМК Норильский Никель	10%
Выксунский металлургический завод	7,5%
Распадская	7,5%
МТС	15%
ВТБ	5%
РусГидро	5%
ОГК-4	5%
ЮТэйр	5%
Аэрофлот	5%
	100%

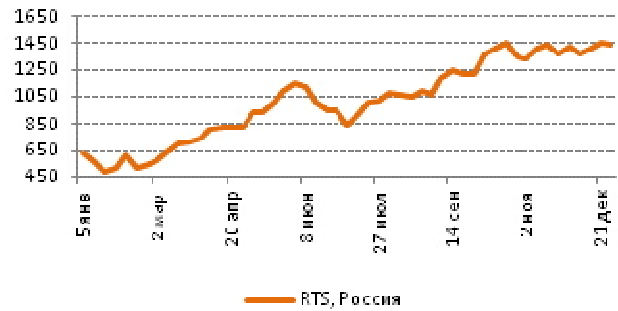
Динамика мировых индексов акций в 2009 г.


Страны BRIC

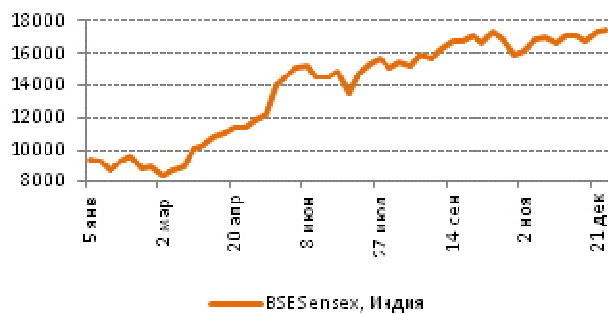
Бразилия



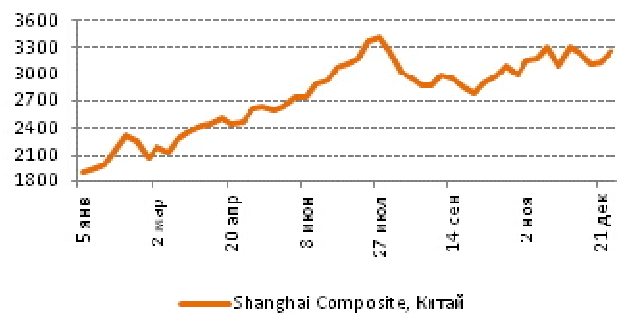
Россия



Индия

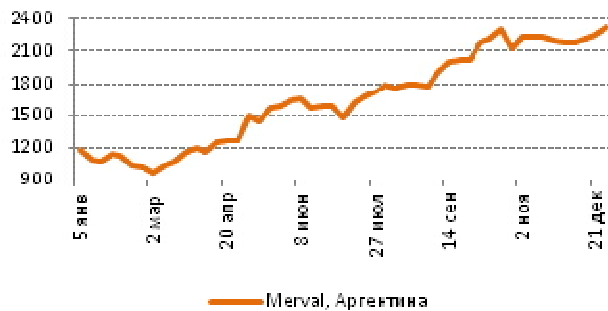


Китай

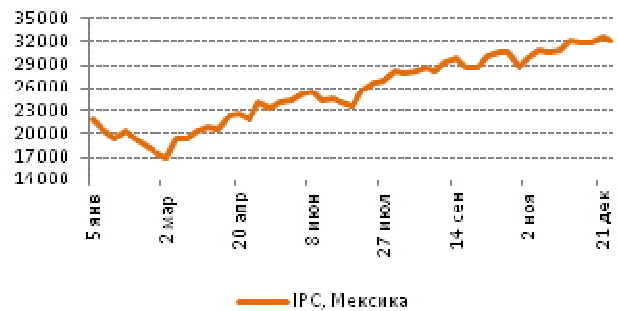


Другие Emerging Markets

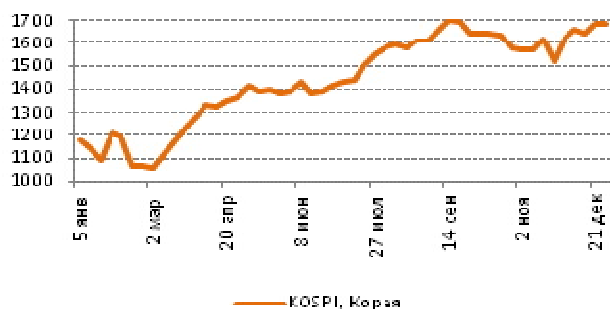
Аргентина



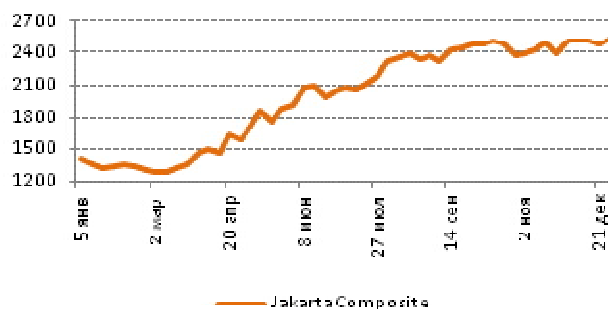
Мексика



Корея



Индонезия



Экономика

Динамика промышленного производства в РФ в 1П2009 показала достижение дна в начале года с последующей стагнацией. Начиная с начала второго полугодия, промпроизводство демонстрировало последовательный рост, несколько замедлившийся в 4К2009 г. Тем не менее падение по итогам 2009 г. составит, по нашим оценкам, порядка 10-11%. В 2010 г. мы прогнозируем рост порядка 5-6%, таким образом докризисный уровень достигнут не будет, соответственно, одной из ключевых характеристик роста останется эффект низкой базы прошедшего года. Рост ВВП в 2010 г. мы ожидаем на уровне 4-5% (Табл. 1, 2). Вместе с тем, мы ожидаем оживления инвестиций на 4-5% после падения по итогам 2009 г. на 15%. Рост инвестиций мы связываем с оживлением рынка кредитования начиная с 4К2009 г. для добывающих производств, в частности, для нефтяного сектора.

Негативная динамика характеризовала также потребительский спрос. Факторами снижения потребительской активности стали снижение реальных доходов населения, безработица, сжатие кредитного рынка. Благодаря тому, что самыми прибыльными инвестициями в самом начале прошлого года стали инвестиции в валюту, такие вложения стали существенным фактором отвлечения средств населения. В то же время, беря во внимание некоторый рост сбережений населения за 2009 г., можно говорить о том, что потребительский спрос имеет определенные перспективы роста. Сильной поддержкой восстановления спроса становится низкая инфляция. С другой стороны, в текущем году мы ожидаем активизацию розничного кредитования, что также позитивно отразится на потребительском спросе. Мы ожидаем роста потребления в 2010 г. на величину порядка 4%.

Инфляционное давление в 2009 г. существенно снизилось, инфляция за год упала до 8,8% с 13,3% в прошлом году согласно официальной статистике. В текущем году мы ожидаем дальнейшее снижение инфляции до 6-7% на фоне слабого потребительского спроса и консервативной политики государства в части исполнения бюджета. Соответственно, мы ожидаем снижения ставки рефинансирования еще как минимум на 100 б.п. Потенциал снижения ключевой ставки является основным фактором привлекательности рынка рублевого долга в этом году.

Средний курс рубля к доллару мы ожидаем на уровне 30 руб./долл. Комфортные нефтяные котировки на фоне восстановления мировой экономики и интерес к российским активам, в частности, на фоне сохраняющегося значительного дифференциала ставок на внутреннем и внешнем рынках будут оказывать поддержку курсу рубля.

Таблица 1. Параметры экономического роста в России, 2010 г.

	2009	2010
ВВП	-7%	4,5%
Промпроизводство	-10,5%	5,5%
Частное потребление	-3%	4%
Валовые инвестиции	-15%	4%

Таблица 2. Некоторые экономические индикаторы России

	2009	2010
Курс рубль/доллар	31,8	30,0
Индекс потребительских цен	8,8%	6-7%
Международные резервы (искл. золото), \$ млрд.	435	500

Долговой рынок. Хороший выбор.

Прошедший год для рынка рублевых облигаций сложился успешным. Исходя из ценового индекса IFX, рынок вырос на величину порядка 20% со своих минимумов, достигнутых в начале 2009 г. и приблизился к докризисным уровням. Как и ожидалось, существенную поддержку рынку оказали меры регуляторов по обеспечению ликвидности игроков, а именно включение обращающихся бумаг с минимально приемлемым кредитным качеством в списки рефинансирования ЦБ. При этом активная работа ЦБ в этом направлении велась в условиях периодически продолжавшегося роста количества дефолтных бумаг. Вместе с тем, присутствие ВЭБа на рынке рублевых бондов в связи с потенциальными возможностями последнего по вложению пенсионных средств, объем которых смотрится высоким по сравнению с объемом рынка корпоративных бумаг, в целом, заметным не оказалось.

Основными следствиями кризисных явлений для рынка стали «вымывание» с рынка бумаг эмитентов 3-го эшелона, фактически объем таких бумаг снизился до 10% объема всех бумаг, обращающихся на рынке, и «фильтрация» эмитентов по способности исполнять обязательства по эмитированным бумагам за счет результатов фактического исполнения обязательств, в итоге отрезавшая часть эмитентов от этого источника финансирования. При этом доходности, сложившиеся на рынке для таких бумаг, более 18% годовых, остаются не приемлемыми ориентирами стоимости средств для эмитентов с точки зрения экономической целесообразности. Текущие доходности бумаг составляют порядка 8,9% годовых для бумаг первого эшелона, 13,0% для бумаг второго эшелона. Мы ожидаем, что на фоне дальнейшего снижения ставки рефинансирования, которое мы оцениваем в 100 б.п., доходности бумаг 1-, 2-го эшелонов к концу года снизятся не менее чем на 1%.

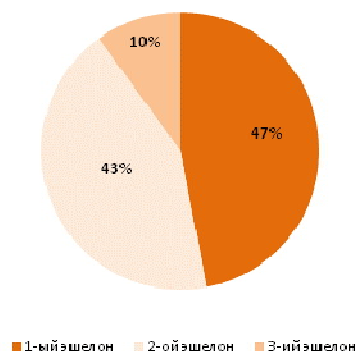
Если рассматривать возможности выхода эмитентов на первичный рублевый долговой рынок, то на наш взгляд, несмотря на всплеск активности размещений во 2П2009 г., инвесторы будут проявлять большую осторожность при принятии решения об участии в размещении тех или иных бумаг. Стандартные требования при принятии решений об инвестировании о предоставлении отчетности, раскрытия структуры конечных акционеров, другими словами, прозрачности компаний

будут играть определяющую роль на восстанавливающемся, но сузившемся, рынке капитала. Этот критерий полностью оправдал себя за прошедший год. Среди секторов, компании которых могут рассчитывать на размещение бумаг, мы выделяем энергетику, химический и нефтехимический сектор, металлургию. Также отметим сектор региональных и муниципальных бумаг, избежавший дефолтов.

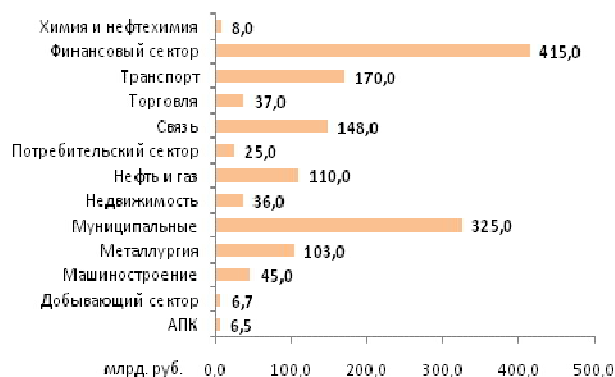
Мы ожидаем, что со 2П2010 г. инвесторы начнут удлинять дюрацию портфелей, при этом пополнение портфелей начнется в первую очередь с бумаг первичного рынка. Соответственно, данный процесс, вероятно, станет одной из идей в этом году. С точки зрения рисков дефолта бумаг наиболее рискованными, на наш взгляд, остаются бумаги сектора недвижимости, автомобилестроительного сектора.

Структура рынка рублевых облигаций по итогам 2009 г.

Структура рынка по эшелонам



Структура рынка по отраслям



Контактная информация

тел. +7 (499) 922-21-41
факс +7 (499) 922-21-42

Департамент исследований рынков

Начальник аналитического
отдела

Разуваев Александр
razuvaev@galcap.ru

Старший аналитик по
долговым инструментам

Макаров Дмитрий
makarov@galcap.ru

Отдел продаж

Менеджер по продажам

Ненькина Ольга
nenkinao@galcap.ru

Менеджер по продажам

Юфряков Юрий
yufryakov@galcap.ru

© ЗАО «ИК «Галлион Капитал», 2010 год. Все права защищены.

Настоящий информационный меморандум и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью ЗАО «ИК «Галлион Капитал». Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения ЗАО «ИК «Галлион Капитал» в письменной форме строго запрещено. Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению ЗАО «ИК «Галлион Капитала», являются надежными. ЗАО «ИК «Галлион Капитал», его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. ЗАО «ИК «Галлион Капитал» не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и (или) суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. ЗАО «ИК «Галлион Капитал» и лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. ЗАО «ИК «Галлион Капитал» может публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране.