



2013

Стратегия.
Осень-зима 2013



энергокапитал
инвестиционная группа

СОДЕРЖАНИЕ:

02 **МАКРОЭКОНОМИКА**

02 **МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА**

02 **ЕВРОСОЮЗ**

03 **КИТАЙ**

04 **США**

05 **БЛИЖНИЙ ВОСТОК, МУСУЛЬМАНСКИЙ МИР**

05 **РОССИЯ**

07 **РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ**

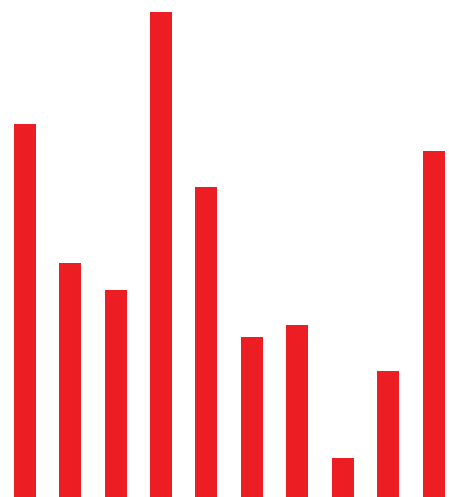
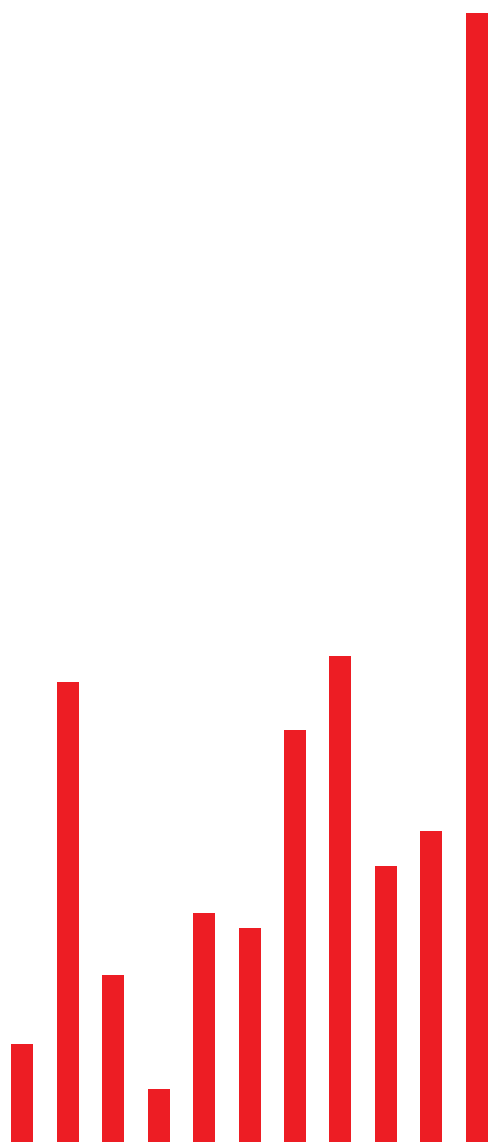
07 **РЫНОК НЕФТИ**

08 **ВЫЛЮТНЫЙ РЫНОК**

09 **ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПОРТФЕЛИ**

10 **ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ**

13 **ОБЗОР ПРЕДПРИЯТИЙ И ОТРАСЛЕЙ**



Стратегия Осень-зима 2013

Макроэкономика

Мировая экономика

Настоящий обзор подготовлен с целью представления нашей версии развития событий на финансовых рынках во II пг. 2013 г.

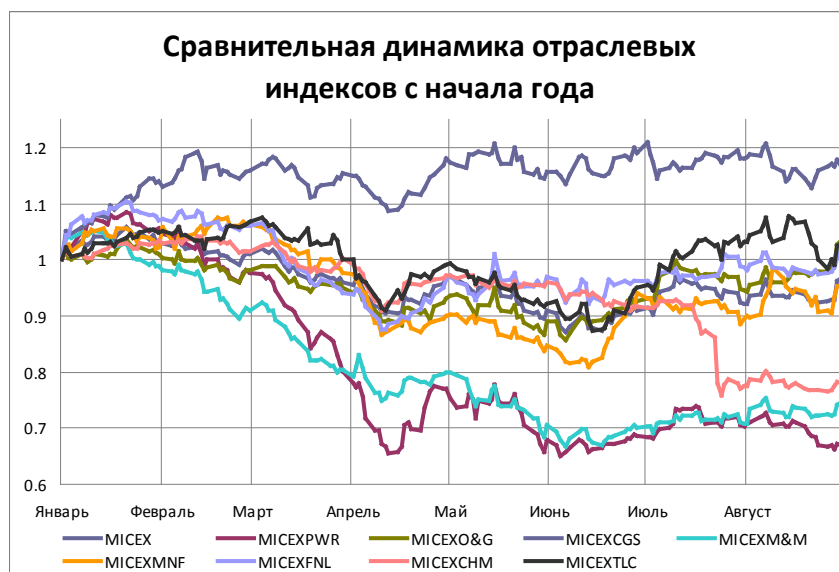
При подготовке прогноза мы ориентировались на развитие ситуации вокруг основных драйверов, обозначенных нами в обзоре «Стратегия 2013», а во взаимодействии этих изменений на рынок капитала, денежный и валютный рынки.

События I пг. 2013 г. обусловили ряд существенных позитивных изменений в отношении ключевых проблем мировой экономики. Не смотря на то, что на фондовые площадки оказывает давление все та же совокупность негативных факторов, что и в 2012 – I пг. 2013 г., в настоящее время можно с уверенностью утверждать, что основные мировые экономики стали гораздо ближе к преодолению кризисных явлений, нежели были зимой 2013 г. Кроме того, стоит отметить локализацию ряда проблем мировой экономической системы и перевод их в более узкую плоскость.

Кратко обозначим основные угрозы мировой экономики: это кризис государственных финансов в США - замедление темпов экономического роста, кризис кредитования в КНР и рецессия ЕС. Все три риска эволюционировали в сторону уменьшения их воздействия. Другими словами, I пг. 2013 г. стало периодом начала оздоровления мировой экономики.

Соответственно, трендом I пг. был ускоренный рост развитых рынков на фоне снижения либо боковой динамики рынков БРИК и прочих развивающихся стран. На микроуровне ключевые игроки на мировых фондовых рынках успели сформировать прибыль по открытым позициям в США, Европе и Японии, что позволяет с высокой степенью вероятности прогнозировать умеренную динамику площадок во II пг.

Таким образом, постепенное улучшение ситуации в условиях умеренных рисков и небольшого объема открытых позиций позволяет надеяться на относительно спокойную позитивную динамику фондовых площадок до конца 2013 г.



ЕС со своей умеренно-консервативной моделью восстановления экономики добился наиболее очевидных успехов в борьбе с кризисным явлением.

В 2012 г. Европе удалось сформировать ряд наднациональных органов финансового контроля и фондов противодействия потенциальным новым долговым кризисам, провести работу над подготовкой единого финансового регулятора и чуть ли не подойти к созданию совместного фискального механизма. В 2013 г. лидеры ЕС создали, наладили и апробировали новую модель спасения проблемных банков. Модель получила название «кипрской» и была призвана оградить налогоплательщиков от необходимости спасать проблемные банки. Основной принцип поддержки сводится к следующему: бремя спасения «плохих» банков Европы должно быть переложено на плечи владельцев облигаций, дающих преимущественное право погашения, а также крупных вкладчиков банков. Только после того, как вкладчики оплатили не менее 8% общей суммы долговых обязательств, национальный банковский регулятор сможет воспользоваться накопленными резервами, сформированными за счет регулярных отчислений самих банков. И лишь в исключительных случаях, если всех этих средств не хватит, правительства стран могут получить разрешение на использование определенных сумм из бюджета, то есть денег налогоплательщиков. Принятие этих правил стало необходимым предварительным условием для того, чтобы уже существующий европейский фонд ESM мог начать предоставлять кредиты «проблемным» банкам стран региона напрямую, а не только через правительства, как сегодня, что только увеличивает накопленный странами государственный долг.

Таким образом, в совокупности оба этих механизма сформировали две из трех составляющих будущего банковского союза ЕС. Основные решения по первой из них – единому органу банковского надзора под эгидой Европейского центрального банка (ЕЦБ) – были приняты на саммите ЕС в декабре 2012 г. Они предусматривают, в частности, что на первом этапе под прямым контролем ЕЦБ окажутся примерно 200 наиболее крупных европейских банков – с активами не менее 30 млрд. евро каждый или на суммы, превышающие 20% ВВП своей страны. Но в любом случае – не менее трех банков в каждой из 27 стран ЕС. Обсуждение же третьей составляющей банковского союза в ЕС – формирование единой системы страхования вкладов – по сути, еще не начиналось. И, по словам лидеров отдельных стран, едва ли оно начнется до очередных парламентских выборов в Германии, главном в еврозоне кредиторе, которые состоятся 22 сентября.

Несмотря на то, что большинство из представленных изменений смогут начать работать в полную силу только с 2014 г., страны ЕС сумели преодолеть одно из ключевых противоречий – чрезмерную нагрузку на плечи резидентов наиболее здоровой экономики ЕС – экономики Германии. Примечательно, что в условиях роста нагрузки на налогоплательщиков, Германия, а вслед за ней и ЕС в целом, сумели вернуться к росту экономики. Так в середине августа 2013 г. Евростат опубликовал данные, свидетельствующие о возобновлении экономического роста в еврозоне. Экономика региона во II кв. 2013 г. выросла на 0,3% по сравнению с I кв. Таким образом, продолжавшаяся полтора года рецессия наконец-то закончилась. Вполне ожидаемо основным источником роста выступили ключевые экономики Еврозоны – Германия и Франция, выросшие, соответственно, на 0,7% и 0,5%. Также высокие темпы роста продемонстрировали Финляндия и Португалия – на 0,7% и 1,1% соответственно. Экономический спад продолжился в Италии, Испании, продолжающих активно следовать стратегии бюджетной экономии Нидерландах и на кризисном Кипре.

Тем не менее, о полном восстановлении западноевропейской экономики говорить преждевременно: уровень безработицы в Еврозоне оценивается в 12,1%. Год к году ВВП всё ещё снижается – на 0,7%. Однако, начало процессу восстановления, так или иначе, положено, а сторонники стратегии бюджетной экономии получили подтверждение успешности их взглядов.

Рост европейских рынков может продолжиться и во второй половине 2013 г., ключевым наиболее ожидаемым событием станет публикация прогнозов темпов роста ВВП ЕС в 2014 г. Основные риски: политические выборы в Германии и вероятный приход к власти ультраконсерваторов, а также прежние аутсайдеры Испания и Италия. Последней экстренная финансовая помощь со стороны ЕС может потребоваться уже в конце текущего года, так как экономический кризис в стране углубляется, а проблема нехватки ликвидных средств начинает распространяться на ведущие компании. Италия имеет на сегодняшний день государственный долг в размере 2,1 трлн. евро и занимает по данному показателю третье место в мире после США и Японии. Соответственно следует учитывать, что любые трудности с этим долгом «приведут к возвращению финансового кризиса ЕС в мировую повестку дня».

Наибольшая неопределенность для мировых финансовых рынков в настоящее время сосредоточена в оценке экономической ситуации в КНР.

С одной стороны, политические и экономические лидеры Китая говорят о том, что процесс замедления экономического роста в стране завершен, рост китайского ВВП в ближайшие годы будет сохраняться выше отметки в 7%, экономике страны не угрожает инфляция, а ситуация на рынке труда остается благоприятной. Действительно, в первой половине 2013 г. темп роста ВВП КНР в годовом исчислении составил 7,6% а, по итогам года правительство КНР прогнозирует рост ВВП на уровне 7,0%. Таким образом, во II кв. 2013 г. динамика экономики обладает запасом прочности по снижению темпов роста с 7,5% до 7,0%.

Однако, с другой стороны, невозможно однозначно определить, что же на самом деле происходит в Китае: циклический спад и перестройка экономики, либо «жесткая посадка» и полноценный кредитный кризис?

Риски выглядят весьма тревожно:

в июне 2013 г. до критического уровня подскочили ставки на рынке межбанковского кредитования, причем скачок был настолько сильным, что ситуация вышла из под контроля монетарных властей;

банковская система накопила критическую массу плохих кредитов, попытки обуздать рост кредитования привели к бурному росту теневого банковского сектора. Так что в Китае возможно начало масштабного банковского кризиса.

Госдолг Китая в настоящее время составляет всего 22% ВВП, дефицит бюджета - 2% ВВП, учитывая бюджеты местных органов власти - 46% и 9% ВВП соответственно. При этом, общий уровень за кредитованности к ВВП в Китае сейчас составляет 219%. За пять лет этот уровень вырос на 56%. Таким образом, учитывая оценку уровня «плохих» долгов около 20%, крупнейший экспортер сырья, рискует оказаться в одной лодке с США и Европой – госдолг может вырасти до 100% ВВП в случае вмешательства государства в спасение банковской системы. Дополнительным риском может выступать возможность использования китайских золотовалютных резервов (3,5 трлн. долл.) для докапитализации банковского сектора КНР (до 1 трлн. долл.). В данном случае возможна крупнейшая продажа казначейских облигаций США. Однако, мы все же не склонны придавать такому сценарию развития событий большого значения, считая, что сильная экономика Китая сможет «переварить» плохие кредиты за счет внутренних ресурсов. Кроме того, распродажа казначейских облигаций может стать аргументом в пользу сохранения объемов покупок облигаций на баланс ФРС (QE III, подробнее см. ниже), чтобы избежать существенного роста доходностей базовых активов потребуются выкупить долю Китая. С другой стороны, экономика крупнейшего покупателя облигаций казначейства США все же замедляет темпы роста, и Китай уже не приобретает американские облигации в прежних объемах. Цены на облигации падают, их доходность растёт.

В результате, как мы и ожидали ранее, Китай в 2013 г. становится плохим подспорьем для роста фондовых площадок. Можно констатировать, что в стране происходит продолжение «мягкой» посадки, на этот раз к 7,4-7,0% годовых. Данное обстоятельство вынуждает правительство Китая продолжить поэтапный ввод новых государственных программ, направленных на расширение ликвидности, а Народный Банк Китая задействовать широкий запас инструментов для смягчения денежно-кредитной политики.

США

Выздоровливающая экономика США все еще остается одним из основных центров противоречий.

Итак, по итогам II кв. 2013 г. наблюдается существенный прогресс в оценке состояния американской экономики. ВВП США во II кв. вырос на 1,7% в пересчёте на годовые темпы, при том что власти предсказывали рост не более 1,0%. Ускорение американской экономики во II кв. было связано прежде всего с более быстрым ростом объемов частных капиталовложений, включая инвестиции бизнеса в основной капитал. Всего частные инвестиции выросли на 9,0%. В том числе на 6,8% увеличились инвестиции в офисные здания и производственные объекты после обвала на 25,7% в I кв. На 1,8% увеличился и основной компонент американского ВВП - потребительские расходы. Благоприятные изменения демонстрировала и безработица, которая в июле снизилась до самого низкого уровня за всё время правления президента Барака Обамы - уровня в 7,4%. В итоге, даже международное рейтинговое агентство Moody's изменило прогноз по суверенному кредитному рейтингу США с «негативного» на «стабильный». Изменились и



прогнозы относительно динамики ВВП США: так американское министерство финансов считает, что в 2013 г. показатель должен вырасти на 2,0%, а в 2014 г. уже на 3,1%.

Таким образом, проводимая ФРС США политика количественного смягчения QE демонстрирует качественные результаты. Соответственно финансовый регулятор США первым среди регуляторов западных стран готовится отказаться от чрезвычайных мер, введенных в 2008 г. Линией раздела между прошлым и будущим стало выступление главы ФРС Бена Бернанке в конце мая 2013 г., в котором он объявил, что при условии сохранения позитивного развития ситуации в американской экономике, в частности, сокращения безработицы, с осени 2013 г. начнется сворачивание программы количественного смягчения, а в целом программа должна завершиться в середине 2014 г. Соответственно, решение о начале сворачивания QE ФРС США будут принимать на одном из трех оставшихся в 2013 г. заседаний в зависимости от того, насколько улучшатся данные по общему состоянию американской экономики. Однако, рост доходности американских облигаций под действием высказываний Бернанке указывает нам на то, что США уже находится в фазе ужесточения монетарной политики. Тем не менее, абсолютное выздоровление американской экономики все же находится под вопросом, то есть политика ФРС в ближайшее время будет направлена на стабилизацию финансовых рынков при общем желании несколько «подсудить» накопившийся спекулятивный пузырь в котировках американских активов.

Стоит отметить, что все же интрига сворачивания QE сохраняется. С одной стороны, министр финансов США в августе 2013 г. заявил, что страна стоит перед очередным кризисом верхнего предела государственного долга. С другой, данные по продажам домов на первичном рынке в июле оказались сильно хуже ожиданий рынка, что, скорее всего, объясняется спадом спроса в условиях повышения ставок по ипотечным кредитам. Данные два обстоятельства указывают на то, что на сентябрьском заседании (17-18 сентября) комитет по открытым рынкам ФРС FOMC окажется перед непростым выбором.

Мы считаем, что официальное решение об изменении кредитно-денежной политики будет принято на октябрьском либо декабрьском заседании ФРС (29-30 октября, 17-18 декабря). Что касается прочих важных дат во II пг. 2013 г., в ноябре 2013 г. должен быть назначен новый глава ФРС, который в том же месяце должен выступить с речью перед Конгрессом США. Несмотря на то, что новый глава ФРС окончательно вступит в должность только в марте 2014 г., Бернанке будет терять полномочия уже с января.

Мировые финансовые рынки ждут довольно серьезные потрясения, связанные с желанием управляющих уйти от излишних рисков, то есть умные деньги будут пытаться найти наиболее надежное укрытие.

Наиболее здоровая в настоящее время экономика несет в себе наибольшие риски, связанные с возможностью существенного укрепления национальной валюты и сдувания пузыря. Действие данных рисков будет сглаживаться вербальными интервенциями ФРС и политическим руководством США.

БЛИЖНИЙ ВОСТОК, МУСУЛЬМАНСКИЙ МИР

Ближний восток остается не столько фактором поддержки нефти, сколько фактором снижения лимитов рискованных операций со стороны крупнейших инвестиционных игроков. Применение химического оружия в Сирии, все большие санкции против Ирана, гражданская война в Египте, отсутствие спокойствия даже в побежденной Ливии - «Арабская весна» цветет новыми красками. Мусульманский мир с каждым днем становится очагом все больших противоречий и рисков для мировой экономики.

РОССИЯ

Для российской экономики, как и для всех экономик стран БРИКС, 2013 г. стал годом серьезных испытаний. В России, Бразилии, Индии и ЮАР до цифр, близких к нулевой отметке, замедлился экономический рост, причем везде на фоне зреющей политической нестабильности и быстро растущего госдолга. В Китае рост пока существенен, но там буксует новая модель экономики, а демографические и финансовые слабости мало-помалу дают о себе знать.

Что касается последних оценок состояния экономического роста, в августе 2013 г. Министерство экономического развития понизило прогноз по росту ВВП России на 2013 год с 2,4% до 1,8 %. Речь идет о плавном последовательном снижении темпов ВВП РФ в течение уже семи кварталов

с 4,9% до 1,4% во II кв. 2012 г.

Замедление темпов экономического роста происходит на фоне ускорения оттока капитала и спада промышленного производства. В частности, за первые шесть месяцев 2013 г. рост промышленного производства оказался нулевым, а отток капитала составил 45-47 млрд. долл.

Что касается прогнозов на 2013 г. в целом, то официальный прогноз по росту промышленного производства снижен с 2,0% до 0,7%. Оценка оттока капитала ухудшена с 30 до 70 млрд. долл. Прогноз роста экономики на 2014 г. ухудшен с 3,7% до 2,8-3,2%, на 2015 г. - с 4,1% до 3,2-3,4%, а на 2016 г. - с 4,2 до 3,3-3,7%, но здесь довольно существенные темпы роста являются все же скорее продуктом вымысла чиновников нежели фактической базой для бюджетного прогнозирования.

ЦБ, как орган во многом определяющий направления монетарной политики, также прогнозирует сокращение темпов роста ВВП в 2013 г. до 2,0%. В июльском докладе о денежно-кредитной политике Банк России отметил, что сдерживающее влияние на рост экономики РФ оказывают снижение цен на нефть, кризис в ЕС, который ограничивает экспорт, и тенденция к оттоку капитала.

С другой стороны, ЦБ РФ, несмотря на меры по ослаблению национальной валюты и снижение ставок в экономике, анонсированные новым руководителем Банка России Эльвирой Набиуллиной в мае – июне 2013 г., вынужден жертвовать экономическим ростом в пользу стабилизации курса рубля. Фактически рубль стабилен на фоне замедления печатного станка, стерилизации денежной массы, подорожания кредитов.

Меры и позиция ЦБ в данном вопросе далеко не уникальны: Банк Бразилии в августе начал одну из крупнейших валютных интервенций в своей истории, выделив на поддержку реала 100 млрд. долл. Аналогично поступили Индия, Турция, ЮАР.

В итоге, как мы и предполагали, основной задачей экономических институтов России становится поиск новых драйверов развития экономики. Однако в настоящее время реальный пакет предложений успело сформулировать лишь Министерство экономического развития, причем, нижеозначенные меры уже приняты к рассмотрению и одобрены Правительством РФ.

Расскажем коротко о мерах, предложенных МЭР. Первый блок мер касается стимулирования развития малого и среднего бизнеса. Его реализацию планируется осуществить посредством повышения доступности кредитования через введение секьюритизации финансовых активов по стандартным пакетам однородных ссуд, которые позволили бы Банку России обеспечить рефинансирование на приемлемых условиях таких банков, которые финансируют малый бизнес. Кроме того, планируется использование части средств Фонда национального благосостояния, путем их размещения на тех же основах, которые отработаны Внешэкономбанком. Вторым блоком мер по стимулированию экономического роста, является повышение инвестиционной активности. В частности, необходимо расширить применение инструмента государственно-частного партнерства, обеспечить ресурсную поддержку при помощи ФНБ и пенсионных накоплений, находящихся под управлением государственной управляющей компании, на реализацию инфраструктурных проектов на возвратной основе. Еще одним блоком видится повышение доступности банковского кредитования. Этот блок предусматривает такие меры, как дифференциация страховых взносов в Фонд страхования вкладов в зависимости от степени риска депозитной политики. Также мерой поддержки является расширение ресурсной базы кредитных организаций, в том числе с использованием механизма размещения на депозитах не востребуемых средств федерального бюджета на срок от 6 месяцев. Четвертым блоком мер является общее улучшение делового климата - в частности, дальнейшая работа по «дорожным картам» национальной предпринимательской инициативы. Пятый блок - это решение отдельных отраслевых проблем, связанных с реализацией обязательств РФ в рамках ВТО.

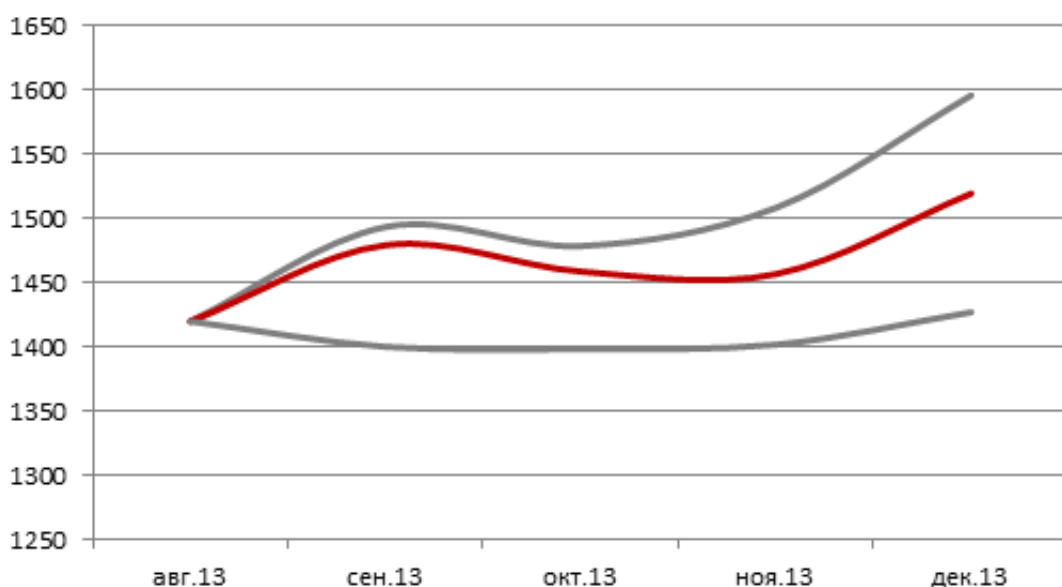
Таким образом, наиболее существенной из инициатив МЭР можно назвать использование средств ФНБ для поддержки экономического роста. Так как ФНБ номинирован в долларах, то речь пойдет о 86 млрд. долл. одновременно на поддержку рубля и экономического роста РФ. Соответственно, предложения МЭР структурными реформами назвать довольно сложно, однако некоторые меры по стимулированию внутреннего спроса все же предприняты будут: речь пойдет о цифре порядка 4% ВВП РФ.

Что же касается рисков, то основной риск для российской экономики, по-прежнему и неизменно, представляет собой возможность снижения цен на нефть в результате снижения темпов появления новых денег в США. Отсутствие структурных реформ в реальной экономике и инвестиционной сфере также в значительной мере сдерживает развитие России.

С начала 2013 г., в среднем фондовые активы развивающихся стран потеряли в цене 12,2%. В то же время, активы развитых стран подорожали на 11,2%. Ситуацию в молодых экономиках уже успели окрестить «кризисом развивающихся рынков», не исключая, что у него хватит сил пустить под откос выздоровление глобальной экономики. Параллельно с этим, как мы уже отмечали выше, крупнейшие мировые фондовые игроки не торопятся размещать деньги на фондовых площадках БРИКС, предпочитая менее рискованные активы.

Мы считаем, что реализация мер внутренней поддержки экономики РФ будет соперничать с темпами вывода капитала. В настоящее время, акции компаний других развивающихся рынков переоценены по сравнению с российскими. Мы учитываем возможность некоторого локального скачка стоимости российских акций, ограниченного уровнем в 12%, т.е. ориентировочно до уровней начала 2013 г. Тем не менее, мы по-прежнему рекомендуем избирательно подходить к выбору инвестиционных историй, а также осторожно относиться к отбору объектов для инвестиций с учетом показателей ликвидности.

С учетом среднемесячных отклонений, связанных с сезонным уровнем деловой активности российского бизнеса, прогноз динамики российского фондового рынка до конца 2013 г. представлен на графике.



Таким образом, в базовом сценарии индекс ММВБ прибавит 6,9% и составит 1520 пунктов на конец года. Для оптимистического и пессимистического сценариев прирост составит 12,0% и 0,5% соответственно.

Рынок нефти

Умеренная динамика мировой экономики и возможность сворачивания программ стимулирования на развитых рынках входят в диссонанс с ростом геополитической напряженности на Ближнем востоке и во всем мусульманском мире. Таким образом, мы ожидаем, что нефтяные котировки останутся на относительно стабильном уровне \$110-112.

II пг. 2013 г. будет проходить под знаком монетарного ослабления, предпринимаемого Европейским Центральным банком, в условиях роста ожиданий относительно завершения мер количественного смягчения денежно-кредитной политики ФРС США. Фактически речь идет об укреплении доллара США после пяти лет девальвации.

Параллельно этому процессу будет происходить постепенное восстановление экономики ЕС при замедлении темпов роста ВВП США под влиянием фискальных мер, направленных на сжатие денежной массы. Данная тенденция будет оказывать сдерживающее влияние на темпы укрепления американской валюты.

Динамика экономического роста КНР станет определяющим фактором валютного курса развивающихся экономик. Если темпы роста ВВП Китая будут снижаться и меры по стимулированию экономического развития, предпринимаемые Народным Банком, будут недостаточны для поддержания годового роста на уровне 7,5%, валюты сырьевых экономик будут корректироваться к EUR / USD под действием ослабления платежного баланса, в том числе и на фоне слабости нефтяных цен.

Одновременно с описанным выше процессом будет происходить активизация деятельности органов кредитно-денежного регулирования стран БРИКС по поддержанию национальных валют.

руб.	06.09.2013	31.09.2013	31.12.2013
USD/RUR	33,39	33,55	34,52
EUR/RUR	43,98	44,48	45,11

С нашей точки зрения, с сентября по декабрь 2013 г. курс российского рубля подвергнется коррекции к американскому доллару на 3–4%, к европейской валюте на 1-2%.

По итогам анализа перспектив российского рынка в разрезе отдельных отраслей и эмитентов в конце 2013 г. мы подготовили две основные инвестиционные стратегии на рынке акций.

1. ПОРТФЕЛЬ ПЕРСПЕКТИВНЫХ АКЦИЙ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ («ЛИКВИДНЫЕ АКЦИИ»)

Модельный портфель I (Российский рынок «Ликвидные акции»)

Эмитент	Доля в портфеле	Целевая цена	Потенциал роста
Газпром	17,50%	170,00	31,07%
Магнит	15,00%	8 200,00	7,51%
МТС	17,50%	341,00	24,10%
Новатэк	15,00%	420,00	17,06%
Роснефть	17,50%	290,00	21,54%
Сбербанк	17,50%	116,28	25,33%

2. ПОРТФЕЛЬ ПЕРСПЕКТИВНЫХ АКЦИЙ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ («СБАЛАНСИРОВАННЫЙ ВТОРОЙ ЭШЕЛОН»)

Модельный портфель II (Российский рынок «Сбалансированный второй эшелон»)

Эмитент	Доля в портфеле	Целевая цена	Потенциал роста
Алроса	12,50%	38,62	30,61%
КАМАЗ	10,00%	65,35	8,65%
М.Видео	10,00%	290,00	15,68%
Мегафон	10,00%	1 190,00	3,03%
Соллерс	12,50%	695,94	6,51%
ТГК-1	12,50%	0,009	29,31%
Трансконтейнер	10,00%	4 184,00	3,21%
Фосагро	10,00%	1 140,00	20,94%
Э.ОН Россия	12,50%	3,10	24,88%

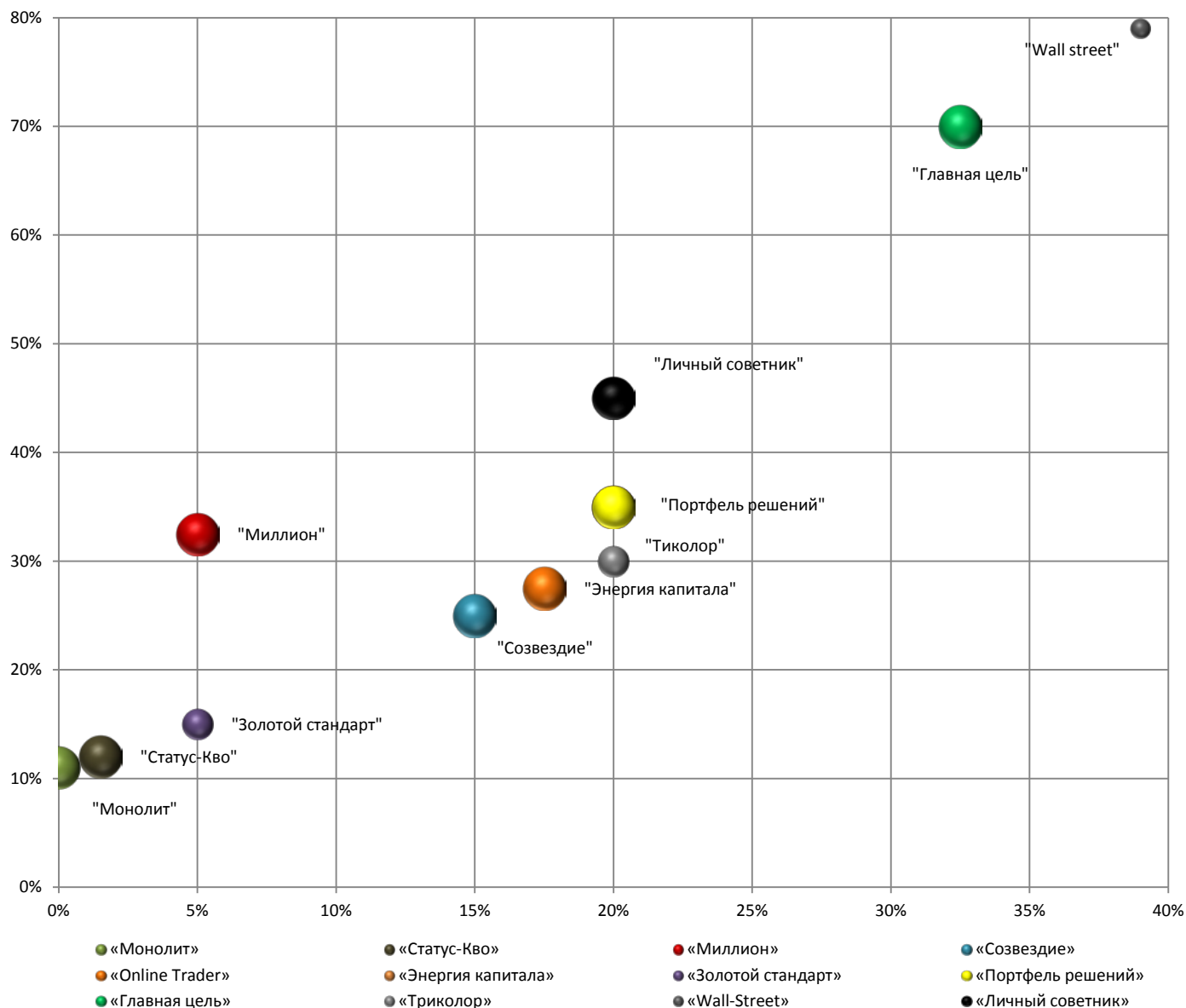
Целью инвестиционной стратегии на II пг. 2013 г. является сохранение уровня благосостояния и получение инвестиционного дохода выше ставок банковских депозитов при умеренном уровне инвестиционного риска.

Для реализации данной цели мы рекомендуем обратиться к линейке инвестиционных продуктов, представленных инвестиционной и аналитической командой ГК Энергокапитал.

Продукт		Потенциальный доход, % годовых
Консервативные продукты		
Монолит Минимальная сумма инвестиций: 5 млн.р. Срок 6-12 мес. Риск 0%.	Прекрасная альтернатива банковским вкладам – гибкий продукт с фиксированной доходностью. Данный продукт идеально подходит инвестору, стремящемуся сохранить свой капитал от инфляции или получить дополнительный доход от владения акциями российских предприятий.	10 - 12 %
Статус-Кво 2 варианта участия в продукте: - Минимальная сумма инвестиций: 3 млн.р. Срок от 12 мес., риск 0-3% - Минимальная сумма инвестиций: 100 тыс.р. Срок от 3 мес., риск 0-3%	Сохранение капитала инвестора и по возможности максимальное его приумножение. Целевыми объектами инвестирования являются российские корпоративные и муниципальные облигации, обладающие достаточным уровнем надежности, подтвержденным кредитными рейтингами.	9 - 15%
Миллион Минимальная сумма инвестиций: 1 млн.р. Срок 1 – 5 мес., риск 0-10%.	Особенный продукт, который дает возможность получать доход как при росте, так и при падении выбранного базового актива, поэтому он является прекрасным защитным инструментом Вашего капитала в условиях рыночной нестабильности. Позволяет минимизировать риски инвестирования без существенной потери потенциальной доходности.	25 - 40%
Сбалансированные продукты		
Созвездие Минимальная сумма инвестиций: 1 млн.р. Срок от 12 мес., риск 10-20%.	Наилучший выбор для инвестора, который стремится максимально диверсифицировать свои риски и использовать наиболее широкий спектр инвестиционных инструментов для получения дохода. Стратегия продукта строится на основе пяти составляющих: фондовый рынок, нефть, золото, доллар и евро.	15 - 35%
Online Trader Минимальная сумма инвестиций: 1 млн.р. Срок от 12 мес., риск 10-25%.	Доход потенциально на уровне или выше рынка, исключен риск человеческого фактора, управление исключительно за счет математических методов.	15 - 40%
Энергия капитала 2 варианта участия в продукте: - Минимальная сумма инвестиций: 1 млн.р. Срок от 18 мес., риск 15-25%. - Минимальная сумма инвестиций: 100 тыс.р. Срок от 6 мес., риск 15-25%.	Продукт позволяет получать доход за счет уникального фундаментального подхода. Средства инвестируются в высоколиквидные акции компаний первого эшелона, а также в фундаментально недооцененные акции компаний второго эшелона.	15 - 25%
Золотой стандарт Минимальная сумма инвестиций: 100 тыс.р. Срок 3-12 мес., риск 3-7%.	Продукт позволяет максимально распределить Ваши вложения и таким образом снизить риски и увеличить потенциальную доходность. Продукт обеспечивает сохранность вложенного капитала и предлагает рыночную доходность потенциально выше уровня инфляции.	10 - 20%

Высокодоходные продукты		
Портфель решений Минимальная сумма инвестиций: 1 млн.р. Срок 6-18 мес., риск 15-25%.	Уникальный продукт, созданный специально для взыскательных инвесторов, заинтересованных в актуальных инвестиционных идеях. Входящие в портфель ценные бумаги заранее отобраны, проанализированы и полностью соответствуют инвестиционной идее.	20 - 50%
Главная цель Минимальная сумма инвестиций: 3 млн.р. Срок от 18 мес., риск 25-40%.	Продукт, ориентированный на долгосрочные инвестиции. Позволяет получить потенциальный доход значительно выше среднего по рынку.	50 - 90%
Триколор Минимальная сумма инвестиций: 100 тыс.р. Срок от 3 мес., риск 15-25%.	Гарантированный результат на уровне рынка, но без усилий и сложностей, связанных с формированием и управлением сложным портфелем. Средства инвестируются в акции наиболее ликвидных российских компаний в соответствии с составом и структурой индекса ММВБ.	20 - 40%
Wall-Street Минимальная сумма инвестиций: 100 тыс.р. Срок 1-5 мес., риск 35-90%.	Продукт представляет собой спектр опционных стратегий, разработанных в отделе инвестиционного моделирования нашей компании. Инвестору предоставляется возможность в несколько раз увеличить свой капитал за короткий промежуток времени за счет увеличения меры принимаемого риска.	200 - 600%
Консалтинг		
Личный советник Минимальная сумма инвестиций: 3млн.р. Срок 1-6 мес., риск 10-30%.	За клиентом закрепляется персональный консультант, отвечающий за решение всех вопросов, связанных с инвестированием, документооборотом, налогообложением и т.д. Идеально подходит для тех, у кого нет достаточного опыта, времени или желания самостоятельно заниматься изучением инвестиционных услуг, но есть желание получать потенциальную высокую доходность в долгосрочной перспективе.	30 - 60%
Брокеридж		
Личный брокер Минимальная сумма инвестиций: 100 тыс.р. Срок, риск инвестор выбирает самостоятельно.	Клиент, выбирающий работу через личного брокера, получает в процессе общения с ним онлайн доступ к оперативной информации о состоянии финансовых рынков и возможность быстрой реализации своих инвестиционных идей.	-
Интернет-трейдинг Минимальная сумма инвестиций: 100 тыс.р. Срок, риск инвестор выбирает самостоятельно.	Услуга для самостоятельных опытных инвесторов, привыкших самостоятельно принимать решения и работать на фондовом рынке с наименьшими издержками. Удобные и современные терминалы позволяют работать из дома или офиса. А разработанные мобильные версии ПО позволяют торговать где бы вы не находились с iPhone или Ipad.	-

На следующем графике представлено соотношение между риском и потенциальной доходностью различных инвестиционных продуктов.



НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Нефтегазовый сектор	% изменения
MICEX O&G с начала года	-3,93%
Лучшая акция с начала года: Сургутнефтегаз ап	8,31%
Худшая акция с начала года: ТНК-BP ао	-11,50%

НЕФТЬ

Первая половина 2013 г. не принесла сколь либо значимых изменений в правовое и фискальное регулирование процесса нефтедобычи и не подарила представляющим сегмент ВИНК новых драйверов для роста.

Основным ньюсмейкером в сегменте остается Роснефть. Госкомпания завершила процесс консолидации ТНК-BP. Отчетность уже Роснефти отражает положительный эффект интеграции бизнеса ТНК-BP в новую структуру. Компания продолжает активную экспансию и на газовый рынок: в конце июня Роснефть закрыла сделку по консолидации 100% НГК Итера. Сумма сделки составила \$2,9 млрд. за недостающие до полного контроля 49% компании.

После завершения вышеобозначенных сделок рынок наполнили слухи о претензиях Роснефти на долю в капитале Башнефти, Сургутнефтегаза и Лукойла. Однако, пока стоит относить данные инсинуации исключительно к слухам.

Компания	P/E	P/S	EV/EBITDA	Текущая цена	Прогнозная цена	Потенциал роста	Рекомендация
Башнефть АО	8,28	0,74	4,40	1 935,00	1 963,00	1,45%	Продавать
Башнефть АП				1 074,00	1 362,00	26,82%	Держать
Газпром нефть	3,26	0,44	3,11	124,18	165,00	32,87%	Держать
Лукойл	4,55	0,36	2,71	1 949,70	2 175,00	11,56%	Накапливать
Роснефть	4,71	0,51	4,54	238,60	290,00	21,54%	Покупать
Сургутнефтегаз АО	5,33	1,31	0,12	25,84	26,16	1,23%	Продавать
Сургутнефтегаз АП				21,79	24,03	10,28%	Держать
Татнефть АО	6,88	0,79	4,26	208,90	214,99	2,92%	Продавать
Татнефть АП				103,49	111,56	7,80%	Держать
Медиана зарубежные аналоги	9,32	0,96	5,21				
Рыночный ориентир	7,41	0,83	4,20			12,94%	

Фундаментально Роснефть остается одной из наиболее привлекательных фишек на российском фондовом рынке. Менеджмент жестко следует намеченной программе развития: это и экспансия на газовом рынке, и СП с зарубежными инвесторами на шельфе, и долгосрочные договоры с китайскими потребителями, предусматривающие предоплату нефтяных поставок. Кроме того, что в отличие от Газпрома, Роснефть пока не принято на высшем уровне приравнять ко второму государственному кошельку. А значит, риски принятия экономически нецелесообразных социальных решений в случае с Роснефтью значительно ниже. Однако, все же вероятность проведения за счет средств и активов Роснефти консолидации российских нефтяных и газовых активов сохраняется и может быть отнесена к рискам инвестирования в капитал госкомпаний. Тем не менее, на сегодняшний день доказанные запасы Роснефти на 8% превосходят доказанные запасы ExxonMobil, а рыночная капитализация Роснефти ниже аналога более чем в пять раз, что открывает очень серьезные долгосрочные перспективы дальнейшего роста капитализации российской компании.

Помимо Роснефти мы выделяем привилегированные акции Сургутнефтегаза. Прибыль компании в первом полугодии выросла более чем в полтора раза, что может положительно сказаться на размере годового дивиденда. С точки зрения дивидендных выплат привлекательными покупками остаются обыкновенные и привилегированные акции Татнефти, незначительно снизившей прибыль по РСБУ за январь-июнь 2013 г. А вот бумаги Башнефти мы не рекомендуем к покупке в дивидендный портфель: выплаты за 2012 г. оказались резко ниже ожиданий рынка.



В 2013 г. наконец объявлено о готовности законопроекта либерализации экспорта СПГ. Законопроект планируется внести в правительство в осеннюю сессию и уже к концу 2013 г. Госдума может его принять.

Ранее в ходе экономического форума в Санкт-Петербурге представители Роснефти и Новатэка заявили о подписании предварительных контрактов на поставку СПГ зарубежным потребителям объемом 2,25 млн т. и 3,0 млн. т. в год соответственно. Для того, чтобы договоренности вступили в силу необходимо законодательное согласование правил экспорта СПГ.

Таким образом, уже очень скоро может быть реализован основной драйвер для дальнейшего роста капитализации Новатэка. Объем уже анонсированного контракта соответствует 7,3% от текущего объема добычи.

В то же время акции Газпрома по-прежнему не могут вернуться в число фаворитов российского фондового рынка. Репутация компании остается негативной ввиду неясности перспектив сотрудничества с ведущими европейскими потребителями и масштабы внутренних инвестобязательств. Между тем, Газпром остается одной из наиболее дешевых глобальных корпораций, что, конечно, при улучшении окружающего информационного фона способно спровоцировать опережающий рост капитализации.

Компания	P/E	P/S	EV/EBITDA	Текущая цена	Прогнозная		Рекомендация
					цена	роста	
Газпром	2,66	0,60	2,56	129,70	170,00	31,07%	Держать
Новатэк	9,75	2,93	7,99	358,79	420,00	17,06%	Держать
Медиана зарубежные аналоги							
	13,45	1,69	7,36				
Рыночный ориентир				9,83	1,73	6,32	24,07%

Несомненно, котировки Новатэка положительно отреагируют на отмену экспортной монополии Газпрома. Однако, кратковременная позитивная реакция вскоре может смениться переосмыслением реальных перспектив компании по наращиванию объемов экспортных поставок. В этой связи, установление полноценного растущего тренда в акциях Новатэка возможно лишь при условии анонсирования масштабных долгосрочных и высокорентабельных контрактов на поставки СПГ зарубежным потребителям.

Что касается Газпрома, фундаментальный анализ в акциях предприятия давно утратил силу. В текущих условиях, с нашей точки зрения, целесообразно проведение преимущественно спекулятивных сделок с бумагами предприятия.

БАНКИ

Банки	% изменения
MICEX FNL с начала года	1,05%
Лучшая акция с начала года: НОМОС Банк	4,46%
Худшая акция с начала года: Банк Возрождение, АО	-32,98%

В конце полугодия ряд ведущих российских финансовых организаций пересмотрел в сторону понижения годовые прогнозы по ключевым финансовым показателям. Это явилось следствием сохраняющейся нестабильности на товарных и сырьевых рынках и неопределенности в уровнях процентных ставок.

Акции банков второго эшелона до конца года останутся малопривлекательными для инвестирования. Бумаги же Сбербанка по-прежнему целесообразно держать в долгосрочных портфелях. Кроме того, на коротких временных промежутках спекулятивный интерес может представлять «торговля спредом» обыкновенных и привилегированных акций Сбербанка.

Компания	P/E	P/BV	Текущая цена	Прогнозная цена	Потенциал роста	Рекомендация
Банк Возрождение АО	2,64	0,42	357,20	519,73	45,50%	Держать
Банк Возрождение АП			129,00	148,49	15,11%	Держать
Банк ВТБ	5,12	0,76	0,045	0,075	64,65%	Держать
Банк Санкт-Петербург АО	3,26	0,41	41,20	68,00	65,05%	Держать
Сбербанк АО	5,04	1,23	92,78	116,28	25,33%	Покупать
Сбербанк АП			71,39	86,78	21,56%	Покупать
Медиана зарубежных аналогов						
аналоги	9,09	1,33				
Рыночный ориентир	6,55	1,02			39,53%	

МЕТАЛЛУРГИЯ

Металлургия	% изменения
MICEX M&M с начала года	-24,76%
Лучшая акция с начала года: НЛМК	-10,28%
Худшая акция с начала года: Мечел, АП	-52,77%

Замедление экономики КНР привело к перепроизводству металлургической продукции на китайских заводах и затовариванию складов. В результате сократился спрос на импортную продукцию, что, в свою очередь, спровоцировало снижение биржевых цен на черные и цветные металлы.

ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

Северсталь увеличила выплавку стали в I кв. 2013 г. на 1% к январю-июню 2012 г. При этом средняя цена продаж на горячекатаный прокат снизилась на 12%. В целях оптимизации издержек на падающем рынке в Северстали планируется до конца года завершение ряда мероприятий, реализация которых позволит на 20% сократить административные расходы. Однако, данная мера способна лишь частично нивелировать негативный эффект ценовой конъюнктуры. Так, например, по итогам I кв. 2013 г. EBITDA Северстали упала на 24,8%, а 20%-ное сокращение административных расходов позволило бы увеличить показатель лишь на 5%.

НЛМК по итогам I кв. 2013 г. потерял лидерство по рентабельности в сегменте. Публикация отчета, содержавшего данные о резком снижении эффективности бизнеса предприятия, практически совпала с оглашением планов пересмотра базы расчета индекса MSCI Russia, откуда бумаги НЛМК ранее были исключены. В итоге капитализация предприятия снизилась до минимума с марта 2009 г.

В долгосрочной перспективе акции ММК могут оказаться наиболее привлекательным активом в черной металлургии. Расширение внутреннего спроса благоприятнее всего скажется на продажах ММК. Однако, необходимо учитывать риски затягивания реализации ключевых инфраструктурных проектов, а также проблемы предприятия с обеспеченностью сырьем.

В наиболее сложной ситуации остается Мечел. Долговая нагрузка превосходит все возможные ковенанты, рынок крайне сложный, а пакет акций основного акционера находится в залоге. В этой связи, даже относительно удачные сделки по продаже некоторых активов практически игнорируются участниками рынка.

Компания	Прогнозная Потенциал						
	P/E	P/S	EV/EBITDA	Текущая цена	цена	роста	Рекомендация
Мечел АО	-	0,13	6,03	103,40	110,00	6,38%	Продавать
Мечел АП				56,19	55,14	-1,87%	Продавать
ММК	-	0,28	4,97	8,48	8,50	0,22%	Продавать
НЛМК	15,19	0,77	6,91	54,80	54,00	-1,46%	Продавать
Северсталь	12,42	0,48	5,49	279,30	283,00	1,32%	Продавать
Evrast	12,76	0,35	4,22	GBP 1,17	GBP 1,11	-5,13%	Продавать
Медиана зарубежные							
аналоги	14,40	0,36	9,24				
Рыночный ориентир	13,93	0,42	7,32			-0,09%	

Позиции российских металлургов выглядят крайне шатко. ММК, НЛМК и Северсталь при условии ухудшения информационного фона способны повторно откатиться к минимумам года на уровни 7,2, 40 и 210 руб. соответственно. Предсказать динамику акций Мечела еще сложнее – ситуация может приобрести губительные очертания. Однако, судя по продолжающемуся падению рыночных цен, акции Мечела еще не достигли абсолютного дна.

В этой связи мы не рекомендуем к покупке в долгосрочные портфели акции компаний черной металлургии. Однако, эффект бета-коэффициента делает бумаги компаний сегмента привлекательными для спекулятивных внутридневных сделок. Статистически наиболее привлекательными для спекуляций являются акции ММК и Северстали, бета-коэффициент которых составляет 1,48 и 1,46 соответственно.

ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

Биржевые цены на цветные металлы так же существенно осложняют жизнь добывающим предприятиям.

РусАл объявил о планах снижения производства алюминия на 300-350 тыс. т., что составляет 6,7-7,8% производственных мощностей группы. В планах менеджмента РусАла закрытие ряда неэффективных предприятий до тех пор, пока цены на алюминий не поднимутся до уровней \$2400 за тонну.

Закрытие неэффективных западных мощностей, дотируемых за счет высокорентабельных восточных, положительным образом скажется на маржинальности бизнеса РусАла. Однако, социальная нагрузка предприятий группы столь велика, что полного отказа от производства скорее всего добиться не удастся, так что положительный эффект может оказаться весьма символическим.

Средние цены никеля и меди на LME, в совокупности составляющих 67% доходов ГМК, снизились в I кв. 2013 г. по сравнению с аналогичным показателем за январь-июнь 2012 г. на 12,4% и 6,4% соответственно.

В целях минимизации негативного эффекта, связанного со снижением цен на ключевых для предприятия сырьевых рынках, Норникель реализует ряд стратегических инициатив, в числе которых:

- оптимизация операционных издержек, в том числе в виде сокращения персонала;
- одобрение инвестиционных проектов инвестиционным комитетом во главе с Владимиром Потаниным;
- отбор инвестиционных проектов с IRR $\geq$ 20%;
- консервация зарубежных активов.

При этом менеджмент предприятия не планирует отказываться от большей части реализуемых долгосрочных инвестиционных проектов. Инвестпрограмма ГМК на 2013 г. запланирована на уровне 60 млрд. руб.

В соответствии с акционерным соглашением, дивидендные выплаты акционерам Норникеля за 2013 г. должны составить \$3,0 млрд. В целях обеспечения требуемых объемов выплат Норильский никель уже объявил о возможности размещения облигаций. По состоянию на 31 декабря 2012 г., отношение NetDebt/EBITDA Норильского никеля составляло около 0,8. Таким образом, Норильский никель может занять около \$2 млрд. без существенного негативного эффекта для финансовой стабильности.

Снижение сырьевых цен крайне негативно действует на цену акций Норникеля. При этом, пока преждевременно говорить об отказе от заявленных планов распределения прибыли. Таким образом, приобретение акций ГМК на текущих уровнях как минимум обещает привлекательную дивидендную доходность в перспективе года.

В золотодобыче акции Polyus Gold Int. продемонстрировали завидную устойчивость, практически не отреагировав на снижение цен на драгоценные металлы на LME. Бумаги Polymetal Int., напротив, вслед за золотыми котировками сильно упали, однако, затем скорректировались подарив инвесторам хорошую возможность сыграть на сокращении спреда.

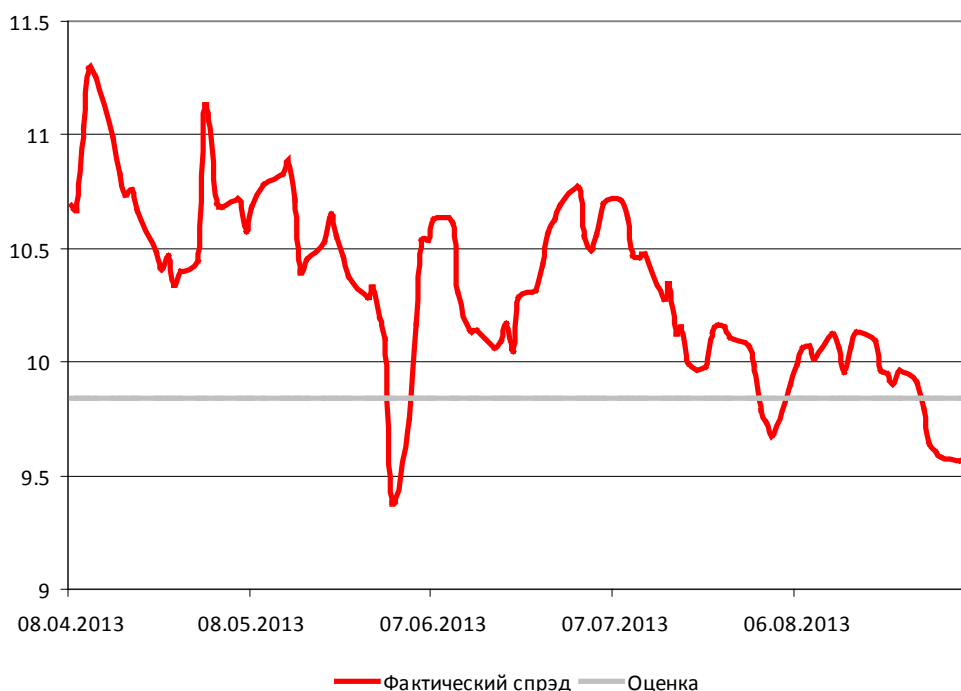
Компания	P/E	P/S	EV/EBITDA	Текущая цена	Прогнозная цена	Потенциал роста	Рекомендация
Polymetal Int.	45,63	3,16	13,04	GBP 736,50	GBP 812,00	10,25%	Продавать
Polyus Gold	15,88	4,60	11,98	GBP 200,00	GBP 210,00	5,00%	Держать
Медиана зарубежные аналоги							
	19,78	2,77	6,57				
Норильский никель	8,35	1,90	6,51	4 397,00	4 697,00	6,82%	Держать
РусАл	-	0,42	13,22	94,13	138,27	46,90%	Держать
Медиана зарубежные аналоги							
	10,46	0,90	8,00				
АЛРОСА	6,53	1,31	4,52	29,57	38,62	30,61%	Держать
Медиана зарубежные аналоги							
	11,22	2,05	6,97				
Рыночный ориентир						19,91%	

ЭНЕРГЕТИКА

СЕТЕВЫЕ КОМПАНИИ

Распределение электроэнергии	% изменения
MICEX PWR с начала года	-33,14%
Лучшая акция с начала года: МРСК Сибири	-12,50%
Худшая акция с начала года: Россети, АО	-47,11%

В первом полугодии состоялось объединение Холдинга МРСК и ФСК ЕЭС. На базе Холдинга МРСК образована компания Российские сети. Причем сделка оформлена не через реорганизацию, а путем размещения допэмиссии акций бывшего Холдинга МРСК и конвертации в них бумаг ФСК ЕЭС.



Таким образом, удалось избежать обязательства выставления оферты миноритарным акционерам, что разочаровало участников рынка, рассчитывавших на щедрые цены выкупа.

В результате, после объявления параметров госоценки, акции Россетей и ФСК ЕЭС торговались парой с отклонениями и возвратами к установленному спреду.

После завершения процесса реорганизации, вероятно, акции ФСК ЕЭС ввиду снижения free float значительно потеряют в ликвидности. Бумаги же Россетей пока также не кажутся перспективным инвестиционным вложением в преддверие слухов об очередной масштабной допэмиссии, целью которой является присоединение 800 ТСО.

Дочерние компании бывшего Холдинга МРСК вслед за снижением ликвидности российского фондового рынка, потеряли инвестиционную привлекательность. Мы не рекомендуем инвестиции в региональные МРСК за исключением моментов эскалации слухов о готовящихся проектах приватизации.

Компания	P/E	P/S	EV/EBITDA	Прогнозная Потенциал			
				Текущая цена	цена	роста	Рекомендация
Россети АО	14,79	0,62	3,99	1,02	1,50	47,78%	Продавать
Россети АП				0,86	1,03	19,41%	Продавать
ФСК	4,94	0,77	4,13	0,11	0,15	43,99%	Продавать
Ленэнерго АО	-	0,25	4,16	4,39	3,48	-20,69%	Продавать
Ленэнерго АП				11,99	12,86	7,25%	Продавать
МОЭСК	3,56	0,37	2,59	1,12	1,63	45,63%	Держать
МРСК Волги	3,55	0,16	3,69	0,051	0,095	86,00%	Держать
МРСК Северного Кавказа	-0,71	0,01	2,86	17,66	19,41	9,91%	Продавать
МРСК Северо-Запада	43,36	0,13	3,16	0,043	0,086	97,84%	Держать
МРСК Сибири	-	0,11	3,11	0,08	0,15	97,38%	Держать
МРСК Урала	35,92	0,22	3,37	0,14	0,25	77,91%	Держать
МРСК Центра	2,19	0,16	1,90	0,34	0,83	148,50%	Держать
МРСК Центра и Приволжья	3,88	0,18	2,66	0,12	0,21	79,47%	Держать
МРСК Юга	-	1,95	15,25	0,036	0,048	34,42%	Продавать
Зарубежные аналоги							
среднее	14,47	1,06	9,11				

С нашей точки зрения, акции электросетевых компаний нецелесообразно покупать в долгосрочные инвестиционные портфели с учетом величины рисков.

ГЕНЕРАЦИЯ

Генерация	% изменения
MICEX PWR с начала года	-33,14%
Лучшая акция с начала года: ТГК-1	2,18%
Худшая акция с начала года: Интер РАО	-53,32%

В сегменте генерации эмитенты разделились на два лагеря: ряд предприятий сумел значительно снизить издержки и встать в один ряд с наиболее эффективными компаниями отрасли. Другая же часть предприятий так и продолжила вести работу на грани рентабельности.

В итоге к нашим давним фаворитам Э.ОН Россия и Энел ОГК-5 прибавились ТГК-1 и ОГК-2. Тогда как прочие территориальные генерирующие компании по-прежнему едва ли представляют инвестиционный интерес. Более того, в сегменте случился первый дефолт – о реструктуризации облигаций было объявлено ТГК-2. А потенциально самая эффективная российская генерирующая компания – Русгидро – теперь вынуждена исполнять функции оператора по развитию дальневосточной энергетики, что, конечно, не нравится участникам фондового рынка.

Прогнозная Потенциал							
Компания	P/E	P/S	EV/EBITDA	Текущая цена	цена	роста	Рекомендация
Тепловая генерация							
Интер РАО	7,18	0,17	4,30	0,012	0,019	62,96%	Держать
ОГК-2	8,40	0,26	7,08	0,29	0,35	20,63%	Держать
Э.ОН Россия	8,32	1,73	4,08	2,48	3,10	24,88%	Покупать
Энел ОГК-5	5,82	0,56	3,68	1,23	2,02	64,86%	Покупать
ТГК-1	3,55	0,34	3,15	0,007	0,009	29,31%	Покупать
Мосэнерго	6,85	0,23	2,30	1,09	2,02	84,81%	Покупать
Зарубежные аналоги							
среднее	12,43	1,04	10,74				
Гидрогенерация							
Иркутскэнерго	1,58	0,41	1,70	9,45	21,00	122,32%	Держать
Русгидро	4,39	0,45	3,76	0,58	0,58	0,87%	Продавать
Зарубежные аналоги							
среднее	7.53	1.32	5.14				

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

Ритейл	% изменения
MICEX TLC с начала года	2,75%
Лучшая акция с начала года: Мегафон	41,80%
Худшая акция с начала года: Ростелеком, АП	-19,83%

В последние два-три года экстенсивный рост компаний телекоммуникационного сектора стал практически невозможным. Из-за насыщенности рынка прирост общего количества Sim-карт замедлился и сейчас находится в районе 2-4% в год. Такие классические услуги операторов как телефонные звонки и sms-сообщения перестали быть значимым источником дохода, и на данный момент привлекательно для долгосрочных инвестиций выглядят именно те компании, которые продолжают наращивать долю VAS-услуг (дополнительные услуги по передачи данных).

Среди основных событий с начала года стоит отметить два:

- Покупку ВТБ Tele 2 Russia за \$2,4 млрд. (не считая чистого долга в размере \$1,15 млрд.). Изначально рынок ожидал скорой продажи актива Ростелекому, но в итоге Tele 2 остался на балансе банка. Согласно недавнему заявлению председателя правления ВТБ А.Костина, банк планирует в течение 12 мес. реализовать половину пакета акций Tele 2, а остальная половина может быть реализована через 2-3 года.

- Присоединение Связьинвеста к Ростелекому и, как следствие, последующий выкуп акций у несогласных миноритариев, объем которого составил 6,5% обыкновенных и 17,5% привилегированных акций. Цена выкупа была определена на уровне 136,1 руб. для обыкновенных и 95,2 руб. для привилегированных акций. Акции будут оплачены до 9 сентября. Стоит отметить, что итоговый коэффициент выкупа оказался выше рыночных прогнозов (0,3 против 0,18).

На новостях об обратном выкупе у несогласных с процедурой присоединения Связьинвеста был замечен повышенный интерес к бумагам Ростелекома. Тем не менее, фундаментально текущая структура бизнеса компании, а именно фокус на низкорентабельные услуги, заставляет усомниться в среднесрочных перспективах инвестиций в ее бумаги. Немаловажно, что по аналогии с российскими энергигантами, фактор социальной ответственности может негативным образом сказываться на росте акционерной стоимости Ростелекома.

МТС и Мегафон остаются лидерами сектора по доли VAS-услуг в общем объеме выручки и продолжают наращивать этот показатель. Компании демонстрируют уверенный органический рост, и мы позитивно оцениваем их потенциал роста. Кроме того, данные компании уже традиционно выплачивают неплохие дивиденды.

Что касается VimpelCom, то основным фактором, мешающим компании наверстать отставание от лидеров рынка, остается слабый синергетический эффект от присутствия в различных странах. В нынешних условиях компании приходится продавать ряд активов с существенным дисконтом, что сказывается и на его капитализации. Однако в рамках российского дивизиона наметилась позитивная динамика, которая отображается в улучшении качества абонентской базы и уменьшении оттока клиентов.

Компания	P/E	P/S	EV/EBITDA	Текущая цена	Прогнозная	Потенциал	Рекомендация
					цена	роста	
Мегафон	12,59	2,20	5,91	\$34,57	\$36,1	4,43%	Держать
МТС	10,09	1,58	4,74	274,77	341,00	24,10%	Накапливать
Vimpelcom	8,56	0,79	3,95	\$10,73	\$11,2	4,38%	Держать
Ростелеком АО	8,44	0,85	3,79	101,70	121,13	19,11%	Держать
Ростелеком АП				72,67	91,08	25,33%	Держать
Медиана зарубежные аналоги							
	11,87	1,34	5,48				
Рыночный ориентир	11,14	1,43	5,17			15,47%	

АВТОМОБИЛЕСТРОЕНИЕ

Автомобилестроение	% изменения
MICEX MNF с начала года	-6,60%
Лучшая акция с начала года: КАМАЗ	64,93%
Худшая акция с начала года: АвтоВАЗ, АП	-36,77%

Продажи новых автомобилей в I пг. 2013 г. в России снизились на 4,7%. Продажи АвтоВАЗа за полугодие снизились на 6,7%, а, например, за август объем продаж сократился на 23,9%.

На этом фоне значительно сильнее выглядят позиции Соллерса, которому за счет диверсифицированного портфеля брендов удалось минимизировать падение продаж. Так, если совокупные продажи за I пг. 2013 г. сократились на 0,8%, то продажи SsangYong и Isuzu выросли на 6,5% и 44,0% соответственно.

Лидером в секторе оказались акции КАМАЗа. Бумаги предприятия росли резкими свечками на слухах об ускорении процесса продажи блока пакетов акций автопроизводителя германскому концерну Daimler. При этом, в отличие от производителей легковых автомобилей, ситуация у КАМАЗа выглядит проще за счет стабильных продаж по госзаказу.

Компания	P/E	P/S	EV/EBITDA	Текущая цена	Прогнозная	Потенциал	Рекомендация
					цена	роста	
АвтоВАЗ АО	-	0,12	3,61	10,27	9,50	-7,50%	Продавать
АвтоВАЗ АП				3,92	3,75	-4,34%	Продавать
КАМАЗ	6,27	0,32	4,64	60,15	65,35	8,65%	Держать
Соллерс	6,23	0,38	4,53	653,40	695,94	6,51%	Накапливать
Медиана зарубежные аналоги							
	14,29	0,47	8,74				
Рыночный ориентир	10,27	0,37	6,50			0,83%	

Мы рекомендуем рассмотреть акции Соллерса и КАМАЗа на предмет включения их в инвестиционные портфели.

УДОБРЕНИЯ

21 |

Удобрения	% изменения
MICEX CHM с начала года	-22,06%
Лучшая акция с начала года: Дорогобуж, АО	-10,14%
Худшая акция с начала года: Уралкалий	-30,29%

И без того сложную ситуацию на фосфатном и калийном рынках усугубил передел рынка калийных удобрений, задуманный Уралкалием. В результате капитализация компаний-производителей удобрений обвалилась буквально за несколько дней.

На сегодняшний день рынок еще не завершил переоценку новых перспектив отрасли. Вероятно, до конца года не стоит ждать восстановления цен ни на одном из рынков сбыта. А значит, несмотря на сильное снижение капитализации производственных предприятий, не стоит ждать восстановления их стоимости к максимумам начала года.

Компания	P/E	P/S	EV/EBITDA	Текущая цена	Прогнозная цена	Потенциал роста	Рекомендация
Акрон	5,14	0,54	5,07	1 005,30	1 310,11	30,32%	Держать
Дорогобуж АО	3,19	0,78	3,07	15,15	19,00	25,40%	Держать
Дорогобуж АП				16,75	19,36	15,58%	Держать
Уралкалий	12,78	3,86	10,00	165,01	155,00	-6,07%	Держать
Фосагро	5,56	0,99	3,96	942,60	1 140,00	20,94%	Держать
Медиана зарубежные аналоги	8.97	2.21	5.48				
Рыночный ориентир	7.82	1.87	5.51			17,24%	

РИТЕЙЛ

Ритейл	% изменения
MICEX CHM с начала года	-23,62%
Лучшая акция с начала года: Магнит	55,40%
Худшая акция с начала года: X5 Retail Group	-8,89%

В российском ритейле выделяются две компании. Во-первых, продолжающийся рост капитализации Магнита. Несмотря на то, что цена акций Магнита давно превысила справедливые уровни, за счет ежеквартального подтверждения прогнозов менеджмента капитализация продолжает расти.

До тех пор, пока Магнит демонстрирует сопоставимые темпы открытия магазинов при сохранении уровней EBITDA margin выше 9,0%, с нашей точки зрения, капитализация продолжит расти. Однако, вслед за насыщением рынка рано или поздно наступит момент, когда Магнит не сумеет поддержать заданные темпы. Именно в этот момент может наступить масштабная переоценка рынком стоимости акций компании.

Обратный пример – X5 Retail Group – потеряв годом ранее лидерство в России по выручке, в текущем году по-прежнему отстает от конкурентов. Компания после нескольких последовательных смен менеджмента так и не сумела представить рынку полноценную стратегию развития, что нашло отражение в котировках.

Компания	P/E	P/S	EV/EBITDA	Текущая цена	Прогнозная цена	Потенциал роста	Рекомендация
Дикси	20,75	0,29	6,43	433,13	503,92	16,34%	Держать
Магнит	21,03	1,15	12,14	7 627,40	8 200,00	7,51%	Держать
O'Key Group	21,85	0,80	11,20	\$12,90	\$13,00	2,51%	Держать
X5 Retail Group	16,40	0,26	7,00	\$16,60	\$16,50	-3,66%	Продавать
М.Видео	8,79	0,27	3,99	250,70	290,00	15,68%	Накапливать
Медиана зарубежные аналоги	14,31	0,36	7,25				
Рыночный ориентир	16,04	0,46	7,70			7,68%	

Добыча угля: рыночная конъюнктура не благоприятствует инвестированию в акцию угледобывающих компаний.

Авиаперевозки: рост акций Аэрофлота возможен при появлении новой информации касательно приватизации, налоговых льгот проекта создания лоу-костера или позитивных подвижек в отношении роялти. В остальном бумаги компании едва ли продемонстрируют опережающую рынок динамику. Акции Ютэйра достаточно дорого оценены и крайне низколиквидны.

Девелопмент: ведущие российские девелоперы активно наращивают земельные банки. В этой связи, на фоне экономической стагнации в России данная стратегия обуславливает повышенные риски инвестирования в бумаги компаний сектора.

Железнодорожные перевозки: за I пг. объемы перевозок по большинству видов сырья продемонстрировали снижение на 2-5%, и ожидается, что во II пг. негативная динамика сохранится. Рынок перевозок остается сильно фрагментированным с большим количеством мелких операторов. Среди эмитентов в первую очередь стоит выделить Globaltrans, который продолжает наращивать объем грузоперевозок при сохранении высокого уровня рентабельности.

Фармсектор: Отрасль фармацевтики на протяжении нескольких лет продолжает стагнировать. Высокая конкуренция, отсутствие значимых факторов роста и снижающая рентабельность бизнеса отражаются в динамике котировок компаний данного сектора. Внимание же привлекают только участвовавшие сделки M&A, которые могут быть интересны для спекулятивных сделок.

Известие о продаже контрольного пакета Верофарма Аптечной сетью 36,6 несколько перетряхнуло картину в секторе. Перекредитованная Аптечная сеть путем продажи 52%-ного пакета в Верофарме за 5,0 млрд. руб. сумеет более чем вдвое снизить чистый долг. Кроме того, показатель долговой нагрузки снизится еще и за счет деконсолидации долга Верофарма.

Непосредственно миноритарии Верофарма могут ожидать оферту со стороны нового мажоритария по цене 963,0 руб. за акцию.

ИТ: Яндекс и Mail.ru продолжают демонстрировать уверенные темпы роста, и в среднесрочной перспективе мы ожидаем сохранение восходящего тренда в котировках акций компаний. Яндекс имеет большой потенциал роста, компания продолжает развивать перечень платных услуг и начинает осваивать рынок мобильных устройств - ожидается что, поисковая система Яндекса будет установлена в операционной системе iOS7 (для России и Турции).

Позитивным фактором для Mail.ru является увеличение доли доходов от онлайн-игр. Данный сектор остается еще слабо развитым в России, и фокус именно на этой сфере бизнеса позволит компании сохранить высокие темпы роста.

Стоит отметить, что на данный момент ввиду низкой доли проникновения интернета в стране будущее российского ИТ сектора выглядит достаточно привлекательно. Однако ввиду высокой конкуренции перспективы компаний будут зависеть именно от возможности внедрения высоко-рентабельных услуг на основе действующей бизнес-модели.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ГРУППА



энергокапитал
инвестиционная группа

Центральный офис компании :

119121, Москва,
1-ый Тружеников пер., д. 27/2

Тел. (495) 223-52-09
(495) 223-52-08
E-mail: info@energ.ru
www.energ.ru

Департамент управления благосостоянием

Виталий Горлатов
Директор департамента
vgorlatov@energ.ru
+7 (812) 329-17-29

Олег Кочиеръ
Зам. директора департамента («Инвестиционное консультирование»)
kochier@energ.ru
+7 (812) 329-17-29

Брокерский отдел

Дарья Воронова
Начальник брокерского отдела
voronova@energ.ru
+7 (812) 329-44-46

Артемий Должигов
Администратор ИТС
dolzhykov@energ.ru
+7 (812) 329-44-46

Управление по продажам

Анна Широкова
Директор управления
shirokova@energ.ru
+7 (495) 223-52-09

Департамент корпоративных продаж

Алексей Сычук
Директор департамента
sychuk@energ.ru
+7 (812) 458-57-05

Департамент по работе с институциональными инвесторами в РТС

Владимир Ермолаев
Директор департамента
ermolaev@energ.ru
+7 (495) 223-52-08

Корпоративные финансы

Константин Ермоленко
Генеральный директор Энергокапитал - Консалт
ermolenko@energ.ru
+7 (812) 325-03-08

Управление по работе с клиентами

Макоева Наталья
Директор управления
makoveeva@energ.ru
+7 (812) 329-17-72

Павел Философов
Начальник отдела
paulf@energ.ru
+7 (812) 329-17-45

Климентьева Анна
Клиентский менеджер
klimenteva@energ.ru
+7 (812) 329-55-94

Управляющая компания

Дмитрий Аксенов
Генеральный директор
aks@energ.ru
+7 (812) 329-17-73

Александр Павлов
Управляющий директор
a_pavlov@energ.ru
+7 (812) 329-17-73

Департамент продаж и регионального развития

Денис Костин
Директор департамента
denis@energ.ru
+7 (495) 223-52-09

Информационно-аналитическое управление

Александр Игнатюк
Директор управления
ai@energ.ru
+7(812) 441-29-27

Василий Копосов
Специалист отдела
koposov@energ.ru
+7(812) 441-29-27

Марсело Муньос
Специалист отдела
marcelo@energ.ru
+7 (812) 441-29-27

Обращаем Ваше внимание, что информация и выводы, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены специалистами компании "Энергокапитал" и предназначены исключительно для сведения клиентов компании. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать информацию, содержащуюся в настоящей публикации, как можно более достоверной и полезной, "Энергокапитал" не претендует на ее полноту и точность. Компания и любые из ее представителей и сотрудников могут, в рамках закона, иметь позицию или какой-либо иной интерес (включая покупку или продажу своим клиентам на принципиальной основе) в любой сделке, в любых инвестициях прямо или косвенно упомянутых в предмете настоящей публикации. Ни компания "Энергокапитал", ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.

Необходимо помнить, что любые инвестиции, упомянутые в настоящей публикации, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящей публикации, могут изменяться под воздействием рыночных и иных факторов. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов. Возможность инвестирования в какие-либо ценные бумаги или инструменты, упомянутые в настоящей публикации следует рассматривать только инвесторам, обладающим значительными знаниями и опытом в финансовых вопросах и бизнесе, и способным оценить преимущества и риски, связанные с инвестированием в российские ценные бумаги.

ОФИСЫ КОМПАНИИ ЭНЕРГОКАПИТАЛ



энергокапитал
инвестиционная группа

Офис в г. Москва

119121, Москва,
1-ый Тружеников пер., д. 27/2
+ 7 (495) 223-52-09 + 7 (495) 223-52-08
dkostin@col.ru

Филиал компании в г. Архангельск

163000, Архангельск,
пл. Ленина, д.4, офис 407
+7 (8182) 63-63-30, +7 (8182) 21-54-14
arhangelsk.doc@energ.ru

Филиал компании в г. Мурманск

183038, Мурманск,
ул. Воровского, д. 5/23, офис 310
+ 7 (8152) 28-2425, + 7 (8152) 28-2424
murmansk.doc@energ.ru

Офис в г. Санкт-Петербург

190031, Санкт-Петербург,
ул. Ефимова 4а, б/ц "Мир"
+ 7 (812) 329-55-92 + 7 (812) 329-55-64
info@energ.ru

Филиал компании в г. Ярославль

150003, Ярославль,
ул. Республиканская, д. 3,
центральный корпус (Красный Маяк), 2 этаж
+ 7 (4852) 72-02-28, + 7 (4852) 73-90-93
yaroslavl@energ.ru

Филиал компании в г. Тольятти

445000, Тольятти,
Новый проезд, д. 3,
ДЦ "ГРАНД СИТИ", офис 304
+ 7 (8482) 77-44-11, + 7 (8482) 77-47-11