2011: Рост и ожидания Падения

Стратегия
27 декабря 2010 г

Год обещает быть трудным, но интересным. И если верно говорят, что кризис – это новые возможности, то похоже, что в наступающем году возможностей у нас будет много.

В условиях, когда мировые финансы, похоже, близки к тому, чтобы вновь оказаться на распутье, мы считаем наиболее разумным искать точки роста в тех отраслях и эмитентах, которые могут испытать дополнительную поддержку со стороны следующих факторов:

-подготовка **IPO и SPO госпакетов**;

-преимущественная **ориентация на внутренний рынок, независимость от импорта**;

-**господдержка** и очевидный **потенциал роста отрасли**.

Кроме того, среди прочих рецептов особый интерес приобретают **рынок-нейтральные стратегии, высококупонные облигации и опционная торговля волатильностью**.

Краткое резюме

Наши прогнозы на 2011 год основываются на предположении, что постепенное восстановление мировой экономики продолжится и в среднем картина будет не хуже, чем в текущем году.

Основные постулаты, использованные при построении нашей модели:

-В США будет наблюдаться устойчивое поквартальное и годовое неуменьшение темпов роста ВВП;

-Безработица в США не превысит 9.8%;

-Безработица в ЕС будет сокращаться и не превысит к концу периода 9.0%;

-Наиболее слабыми из мировых валют будут японская иена и доллар США;

-Сырьевой рынок будет находиться под воздействием растущего спроса и инфляционных ожиданий, что обеспечит поддержку для восходящего движения;

-В России прирост ВВП составит порядка 5%;

-Бюджет России будет исполнен с незначительным (до 1.5% ВВП) дефицитом или без такового;

-Инфляция в России составит порядка 8%;

-Рубль против доллара США будет постепенно укрепляться в район 28.3-28.7.

РОССИЯ

РТС	**1955-2075**
ММВБ	**1830-1865**
IFX-CBONDS	**318-322**
$/Рубль	**28.3-28.7**
Нефть	**$95-100**

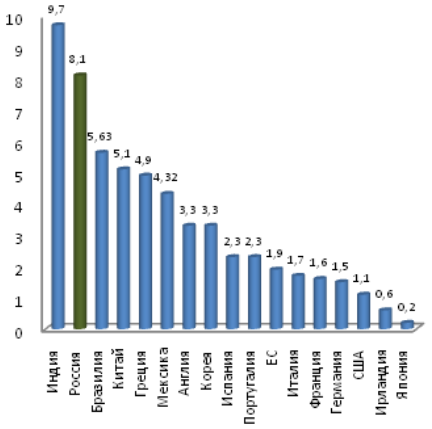
Предпочтения	**Потенциал**
Сбербанк	**21%**
ВТБ	**33%**
Акрон	**27%**
ЛСР	**65%**
ПИК	**54%**
ДИКСИ	**31%**
МТС	**18%**
СОЛЛЕРС	**27%**
Аэрофлот	**19%**
ММК	**22%**
Северсталь	**17%**
Роснефть	**26%**
Башнефть	**23%**
Газпром	**18%**
НОВАТЭК	**22%**
МРСК Холдинг	**16%**
ОГК-2	**28%**
Фармсинтез	**34%**
Фармстандарт	**22%**
ИСКЧ	**49%**

Доводим до Вашего сведения, что информация, содержащаяся в настоящем обзоре, подготовлена на основании открытых источников, является мнением аналитиков, и все риски от решений, принятых на основании данного обзора, ложатся исключительно на инвестора.
Not for US and/or GB users.
ИГ УНИВЕР/Москва

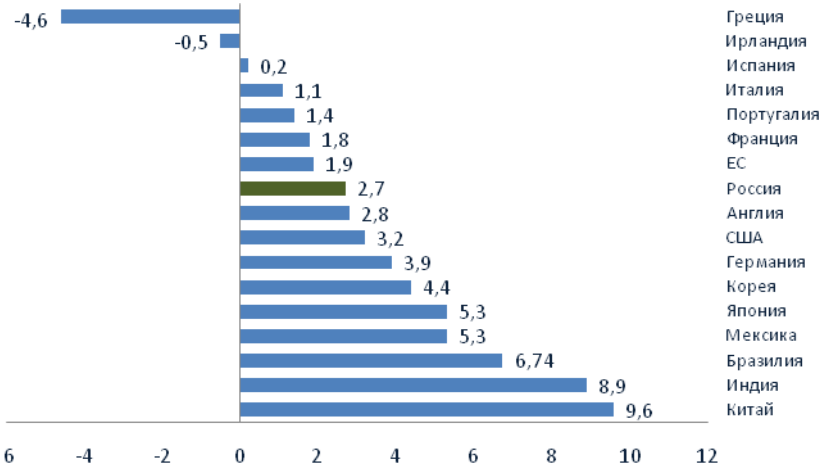
Макроэкономика

Мировая экономика, очевидно, переживает период восстановления. Вместе с тем, развитые страны пока не демонстрируют абсолютно устойчивого роста, а развивающиеся страны не намерены за счёт повышения среднесрочных рисков для своих бюджетов в одиночку толкать мир вперёд, что видно на примере инициатив по плавному торможению, особенно активно принимаемых в Бразилии и также очень масштабных в Китае. В целом, мы считаем, что можно говорить о перспективе постепенного сближения макроэкономических показателей в развивающихся и развитых странах, особенно по части инфляции и темпов роста ВВП.

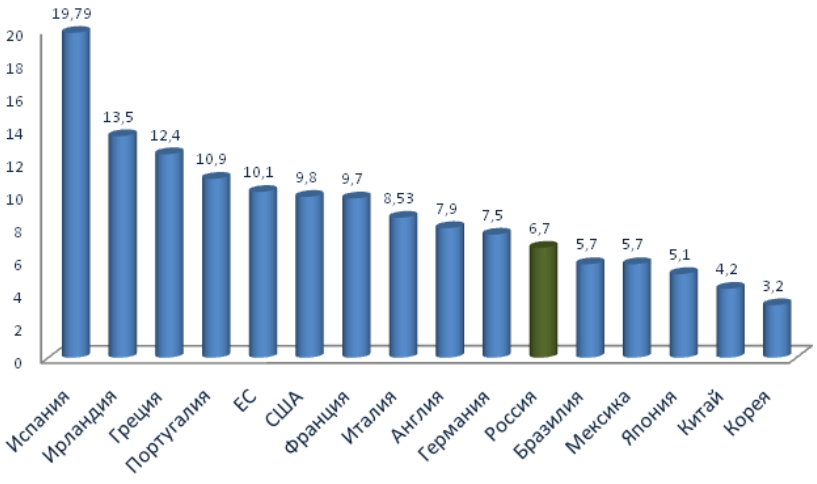
Срез инфляции по миру, %



Динамика ВВП, 3 кв 2010, YoY, %

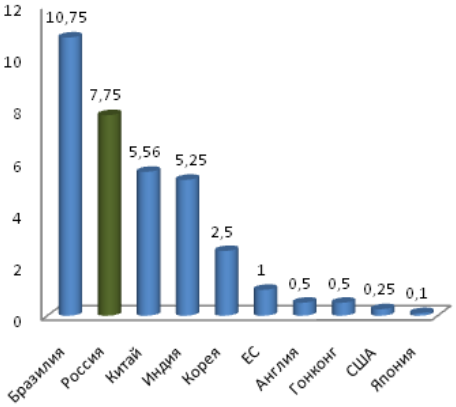


Безработица, %



Ставки Центральных Банков

На развитых рынках уровни исторически минимальны, на развивающихся начался рост



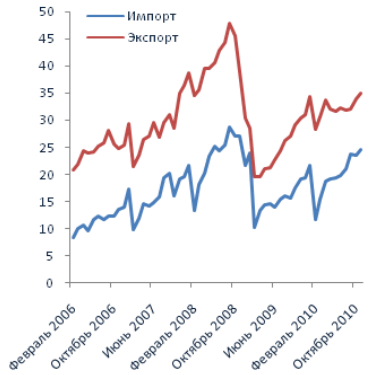
В то же время, довольно противоречивая картина, сложившаяся в США на рынке труда, вызывает не только недоверие к применяемым статистическим методикам, но и к способности американской экономики продолжать развитие без опережающего увеличения денежной массы. В такой ситуации всё внимание должно быть сосредоточено на динамике инфляционных показателей и они, хотя пока и не могут однозначно указывать на постепенный разгон, всё же чётко говорят о том, что минимальные уровни порядка 1.1% в годовом выражении уже достигнуты. Есть основания полагать, что уже к апрелю

мы можем яснее почувствовать эффект от второго этапа количественного смягчения, если только выделенные средства не будут распределены во внешние активы, прежде всего в те же Бразилию, Индию, Австралию, Китай и, отчасти, на рынке сырья, в том числе сельскохозяйственного.
В любом случае, ко второй половине года вопрос начала подъёма ставок может встать уже не как гипотетический, а как непосредственно актуальный на каждом собрании ФРС, ЕЦБ и Банка Англии.
По ходу года, по крайней мере его первой половины, будет наблюдаться довольно стабильное положение американской валюты, которая к середине лета имеет шансы укрепиться до 1.23, а во второй половине года курс может вновь откатиться до отметки 1.46. В действительности, повышенная волатильность на валютных рынках, несомненно, останется и мы не исключаем попыток продавить курс до 1.13 против евро на очередном муссировании проблем в финансах ЕС, но это будет лишь движение в моменте и долгосрочно ориентироваться на укрепление американской валюты мы не рекомендуем. Таким образом, в настоящий момент соотношение вероятностей начала роста ставки и дополнительных вливаний ликвидности в экономику ЕС и США однозначно говорит в пользу единой европейской валюты.

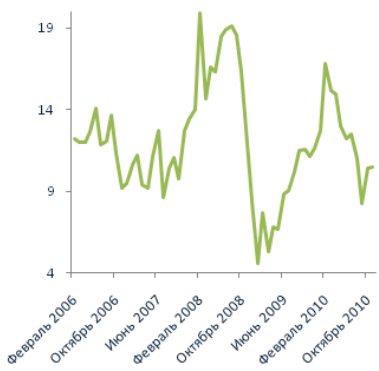
Россия
В целом результаты российской экономики в 2010 году примерно уже понятны, и оценить их вполне можно как умеренно позитивные. Не останавливаясь подробно на хорошо известных цифрах, рассмотрим несколько детальнее некоторые любопытные особенности и индикаторы.

Внешнеэкономическая деятельность России в 2010 году характеризуется постепенным разгоном импорта, начиная с февраля, когда наблюдалось максимальное снижение в импорте и экспорте. При этом экспортные поставки оставались на сравнительно постоянном уровне вплоть до октября и лишь с середины осени также перешли к активному росту. В результате, сальдо торгового баланса России, достигнув максимума в феврале, устойчиво снижалось до конца лета. Осенний подъём, связанный с новым витком роста сырьевых цен и оживлением в экономике и финансах, вполне может оказаться довольно устойчивым и продлиться в течение первого квартала 2011 года. В любом случае, ближайший февральский пик торгового баланса, обусловленный более активным падением импорта, нежели экспорта, может оказаться выше прошлогоднего на фоне прогнозируемого высокого зимнего спроса на нефть. В целом структура торгового баланса не внушает пока опасений, и по абсолютной величине мы находимся на докризисных уровнях 2006-2007 года.

ВЭД, $ млрд

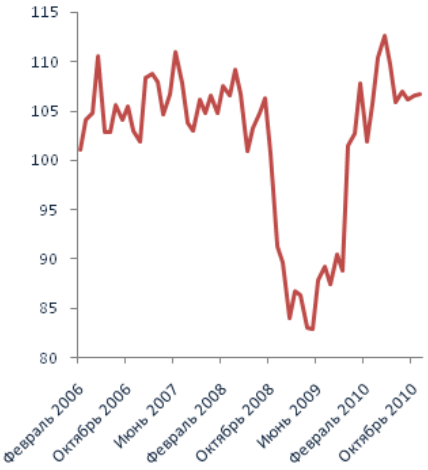


Торговый баланс, $ млрд



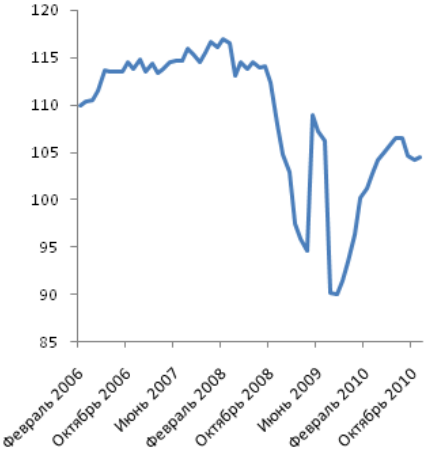
Промпроизводство по темпам прироста также полностью компенсировало кризисную просадку и вышло в район 107% по индексу, где оно и останется, если только не произойдёт значительного стимулирования объёмов локального выпуска автомобильной (инициативы Правительства по промсборке), трубной промышленности (трубопроводные планы Газпрома), энергетическом машиностроении (реализация инвестпрограмм в генерации) и т.д.

Промышленное производство, процентный индекс



Несколько более тревожная картина имеется в розничной торговле: несмотря на активные усилия ритейлеров по работе с потребителями, совокупный оборот розничной торговли в России за январь-ноябрь рос средними темпами 4.4%, причём максимум в 6.6% был достигнут в июле и затем наблюдалось сползание как раз в район 4.4%, где и произошло закрепление этого показателя. Такие уровни роста потребления являются слишком низкими, неизбежно сдерживающими и локальное производство, и розничное кредитование, поскольку причина всего, по нашему мнению, кроется в повышенной склонности населения к сбережениям. Конечно, докризисные темпы порядка 12-15% не могут соответствовать устойчивому долгосрочному развитию, но и значения меньше 6-7% не позволяют говорить об окончательном восстановлении и выходе экономики на новый виток роста.

Розничная торговля, процентный индекс



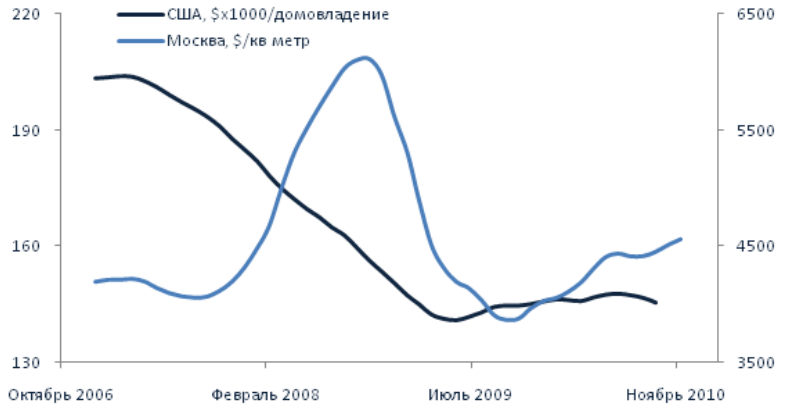
Весьма любопытное положение наблюдается на рынке московской недвижимости, где, несмотря на неоднозначность методик расчётов, средние цены находятся на уровне февраля 2008 года (по некоторым оценкам – уже существенно выше). На самом деле, важны не уровни, а динамика: восстановление цен с осени прошлого года приобрело очень выраженный характер, что ясно указывает на два момента:

-деньги в России снова есть;

-платёжеспособное население верит в перспективы Москвы как места для жизни.

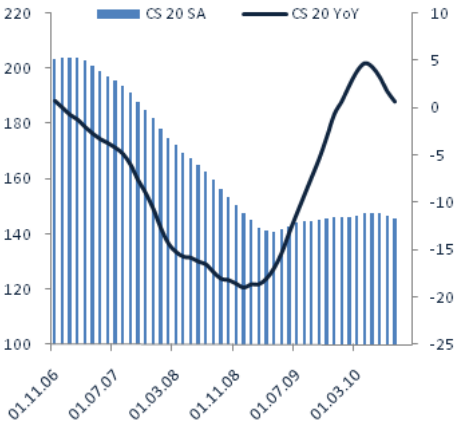
Наблюдение важнее, чем может показаться, поскольку, с одной стороны, оно обещает рост объёмов новых строительных работ, а с другой – предполагает возможность перетока инвестиционных средств, хотя бы частичного, из сегмента недвижимости на фондовый рынок после ввода новой налоговой политики в жилищном сегменте.

Динамика цен на недвижимость в России и США



Оба утверждения спорны, но, по крайней мере, наша статистика предполагает возможность позитивной трактовки, чего не скажешь об американских данных.

Цены на недвижимость в США.
Индекс Case-Shiller, $x1000, левая шкала;
динамика индекса, %, правая шкала



Долговой рынок

По нашим оценкам, в настоящее время мы наблюдаем минимальные значения ставки рефинансирования ЦБ и в дальнейшем следует ожидать её роста, равно как и номинальных ставок по корпоративным кредитам. На фоне плавного разгона инфляции и необходимости поднимать ставки в зоне евро и доллара, что является лишь вопросом времени – первая или вторая половина года – локальный рост стоимости внешнего финансирования для отечественных компаний становится практически неизбежной перспективой. Вместе с тем, начало 2011 года, в том случае, если удастся избежать новых проблем в финансовом секторе ЕС и США, будет благоприятным периодом для денежного и долгового рынка, а так как существенных дисбалансов в первом эшелоне сейчас не осталось, возникает хороший момент для сокращения доходностей по бумагам третьего эшелона, частично остающимся под давлением из-за избыточно острого восприятия инвесторами рисков. Сходная картина сейчас наблюдается также и с государственным и корпоративным долгом в Европе и США. На наш взгляд, падение CDS и доходностей по долгам периферийной Европы вкупе с ростом котировок рисковых бумаг в корпоративном сегменте станет важным сигналом для кратковременной покупки третьего эшелона в России. На фоне перспектив роста ставки, облигации с низким купоном при отдалённых сроках погашения и/или оферт во второй половине года могут оказаться весьма рискованным инструментом, в то же время купоны выше 15% при дюрации около года-полутора, а такие инструменты имеются, позволят минимально потерять в стоимости даже в случае значительного роста ставок, сохранив при этом по-прежнему привлекательные уровни доходности.

Отметим, что для консервативных инвесторов предлагаемые сейчас доходности третьего эшелона порядка 14-17% годовых на фоне ожидаемого укрепления рубля против американского доллара на 9-11% дают весьма привлекательный результат при оценке в этой валюте.

Таким образом, в рамках нашей модели оптимальная тактика работы на долговом рынке состоит в покупке высокодоходных бумаг, желательно с большим купоном, в начале года и их продажей к концу второго квартала. В случает начала цикла роста ставки (в ЕС или РФ) новые

размещения будут проходить уже при более высоких доходностях.

Нефть

На рынке нефти в настоящий момент отсутствует значительная спекулятивная составляющая, на что указывает и отрицательная разность между котировками WTI и Brent. Очевидно, что крупные краткосрочные деньги предпочитают находиться в иных, возможно фондовых, активах. Тот факт, что нефть торгуется в районе $90 за барр даже без значительной спекулятивной подпитки, указывает на устойчивость положения этого сырья, а продолжение роста потребления, которое в краткосрочном горизонте неизбежно при дальнейшем восстановлении в США и ЕС, может стимулировать новое движение вверх, через психологическое сопротивление на $100 за барр. Если это произойдёт, следует ждать и переоценки российских нефтегазовых компаний, которая привлечёт в их бумаги дополнительные средства иностранных инвесторов. По крайней мере пропорционально приросту чёрного золота, корреляция с которым у российского рынка, как будет показано ниже, сейчас высока как никогда.

По нашим оценкам, новый виток роста нефти, причём сопровождающийся резким подорожанием WTI и сменой дифференциала к Brent с отрицательного на положительный, будет синхронизирован со снижением интереса западных, преимущественно американских, инвесторов к фондовым активам собственного рынка и поиском новых объектов для вложений. Часть этих средств будет направлена не только на сырьевой рынок, но и в бумаги компаний развивающихся стран – нефтегазовый сектор России, в том числе.

Фактически же основная интрига в нефти сейчас сродни интриге и в любом другом сырье – что будет с мировыми финансами? Только этим и будет определяться дальнейшая динамика, поскольку от ответа на этот вопрос зависит и будущее мировой реальной экономики. Сценариев два: дальнейшее «размазывание» долговых проблем ЕС и США за счёт новых стимуляционных мер, а фактически, удержание постоянного отношения долга к денежной массе за счёт роста последней. При дефиците бюджетов на уровне до 10% делать это в течение ещё нескольких кварталов не составит труда. В этом случае даже умеренный рост мировой экономики, порядка 4% в год, пусть и имеющий искусственную, экстенсивную природу, позволит развивающимся странам избежать необходимости принятия более жёстких мер по резкому охлаждению у себя дома. Результатом плавного роста на фоне активного увеличения денежной массы станет кратковременное, но ощутимое подорожание сырья, служащее фактически способом частичной стерилизации излишка ликвидности. Долгосрочных рисков это никак не снимает, но время, опять-таки, позволяет выиграть.

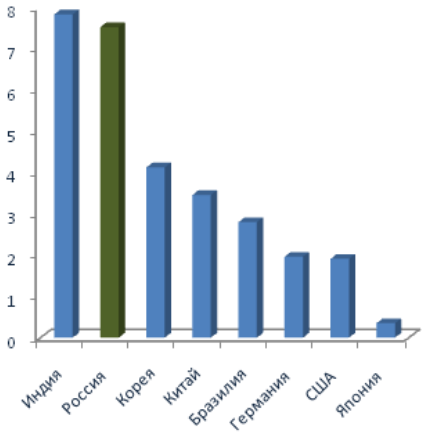
Второй сценарий является гораздо менее благоприятным и предполагает стагнацию в США и Еврозоне на фоне сохраняющейся безработицы и постепенного разгона инфляции. Развивающиеся страны, во избежание пузыря в собственных экономиках, начинают производить более активное дестимулирование, что, впрочем, без ограничительных мер, подобных бразильским, может сыграть в пользу их валют и вызвать дополнительный приток спекулятивного капитала. Сырьевой рынок в этом случае останется вне повышенного внимания спекулянтов. Апогеем может стать суверенный дефолт в «периферийной Европе», что

вызовет резкое падение евро, а также новый массовый отток в облигации США. В этом случае downtrend воцарится во всём сырье, в том числе нефти и золоте, как это было уже в 2008 году.
Сложившаяся неопределённость с выбором сценария выражается, как результат, в довольно узком коридоре прогнозов нефтяных цен со стороны инвестдомов и госведомств, сходящихся к диапазону $80-100 за баррель, а также минимальным спрэдом спота и дальних фьючерсов.

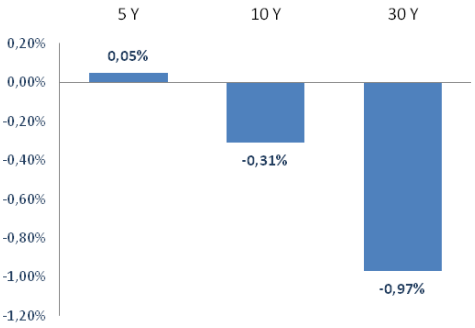
США и Европа: в кого верит рынок?

Впрочем, столь негативное развитие событий, описанное выше, мы считаем гораздо менее вероятным в наступающем году, поскольку созданные в ЕС резервы и готовность ЕЦБ выкупать проблемные бонды, позволят небольшим периферийным экономикам избежать неожиданного дефолта и вновь отложить эту проблему, рефинансировав долг, ещё раз снизив номинальный дефицит и затем, при необходимости, выйти на реструктуризацию при гарантиях со стороны ЕЦБ. Эта схема будет приемлемой для всех участников, кроме тех, кто откровенно хочет сыграть на втором обвале.
Инвестсообщество, судя по всему, разделяет такую точку зрения и полагает, что основные опасения следует всё же относить к первоисточнику кризиса – США. Долги в ЕС несут угрозу торможения развития ЕС и исключения некоторых стран из участников Еврозоны. Долги США несут угрозу уже не только глобальной финансовой системе, но и всей мировой экономике. В результате, отдавая должное краткосрочным угрозам из «периферийной Европы», в долгосрочных оценках инвесторы всё же склоняются в пользу стабильности Старого Света, что ярко иллюстрируется динамикой спрэдов бундесбондов и трежерис на 5- 10- и 30-летнем горизонте. Как видно, уже на 10-летних бумагах более высокая надёжность Германии как заёмщика не вызывает сомнений у инвесторов, не говоря уже о тридцатилетках, где разница доходностей просто убийственная. Любопытно, что и в случае с Россией ситуация сходная: если на 5-летках спрэд с американскими бондами составляет классические докризисные 5.6%, то на 30-летках он выражается символическими 0.45%.
Иными словами, долгосрочный инвестор сейчас голосует против США.

Доходность по 5-летним гособлигациям, %



Спрэд Германия/США



Золото и серебро

В настоящий момент на рынке этих двух наиболее популярных драгметаллов сложилась довольно редкая ситуация значительной перекупленности серебра относительно золота. Мы не видим пока фундаментальных, обоснованных избыточным спросом/предложением, факторов, способных удерживать этот спрэд на столь низких относительных уровнях, а значит, оптимальной ставкой можно считать фактически рынок-нейтральную стратегию игры на расширение спрэда золото/серебро хотя бы до уровня 60:1, что обещает 25% доходность. Собственно, только в последние месяцы спрэд стал столь небольшим и это наводит на мысли о целенаправленной скупке серебра, которая может иметь как спекулятивную, так и более долгосрочную природу, связанную с подготовкой изменения мировой системы валют. Здесь мы имеем в виду возможное накопление серебра международными финорганизациями (например ВБ) и центробанками с целью последующего его включения в новую мировую валютную систему,

призванную расшить проблемы госдолга за счёт обесценения бумажной денежной массы, поскольку серебро даже больше чем золото подходит на роль новой «валютной» компоненты благодаря своему значительному физическому объёму. Хотя, оговоримся, физического золота и серебра в любом случае будет недостаточно, и без виртуальных денег обойтись уже не удастся. Единственным осложняющим моментом для включения металлов в валютную корзину является высокая концентрация месторождений, создающая преференции их обладателям, но известные запасы серебра (около 550-600 тыс тонн) при текущих уровнях добычи (около 21 тыс тонн в год) будут довольно скоро исчерпаны, что несколько нивелирует данное преимущество.

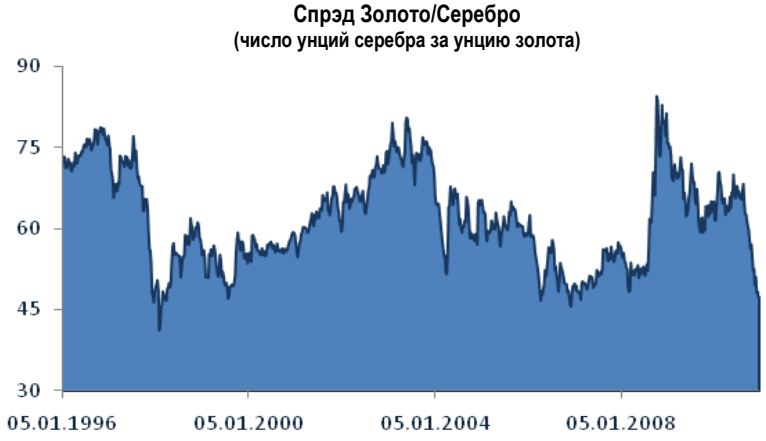
Подтверждённые запасы золота также невелики, порядка 50 тыс тонн, что при годовой добыче около 2.4 тыс тонн даёт обеспеченность на уровне лишь 20 лет добычи. Однако совокупные запасы оцениваются более чем в 80 тыс тонн, а резервы – более чем в 150 тыс тонн. При этом восполнение запасов находится на высоком уровне по отношению к годовой добыче, что отдаляет срок исчерпания ресурсной базы. Так что минимум по 25 лет у серебро- и золотодобытчиков есть, а серебро имеет не меньше оснований быть включённым в потенциальную мировую валютную систему в качестве балансирующей компоненты, чем золото.

Менее изощрённая и более вероятная версия состоит в активном выходе на рынок драгметаллов со стороны крупных фондов, поскольку и золото, и платина, и палладий за последние месяцы испытывают активный приток ликвидности. Серебро же, как менее капиталоёмкое, движется гораздо более активно.

Третья и также весьма вероятная причина – закрытие спекулятивных фьючерсных контрактов, вызванное недовольством SEC.

Сколько продлится его опережающий рост – вопрос непростой, поскольку рынок серебра является крайне волатильным, а корреляция с фундаментальными факторами на нём сравнительно невысока. Нельзя не отметить, что во второй половине прошлого века был период, когда серебро разгоняли очень высоко, а спрэд годами находился в районе 20:1.

Тем не менее, техническая и фундаментальная картина свидетельствуют в пользу игры на расширение находящегося на исторически низких уровнях спрэда золота к серебру, несмотря на то, что локально это может выглядеть как попытка встать против тренда.

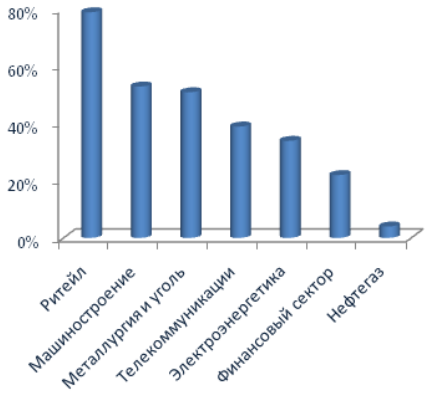


Акции

Российский рынок на начало 2010 года был значительно недооценён по сравнительным коэффициентам практически ко всем другим странам, что обещало неплохие перспективы догоняющего роста. Рост, действительно, произошёл, но в итоге за прошедший год сравнительная недооценка отечественных акций ещё более увеличилась. Причины тому могут быть разные, но на фоне устойчивого оттока капитала это не должно вызывать удивления. Вопрос скорее в другом – в следующем году этот гэп продолжит увеличиваться или начнёт сокращаться? И если сокращаться, то за счёт опережающего роста «у нас», или за счёт опережающего снижения «у них»?

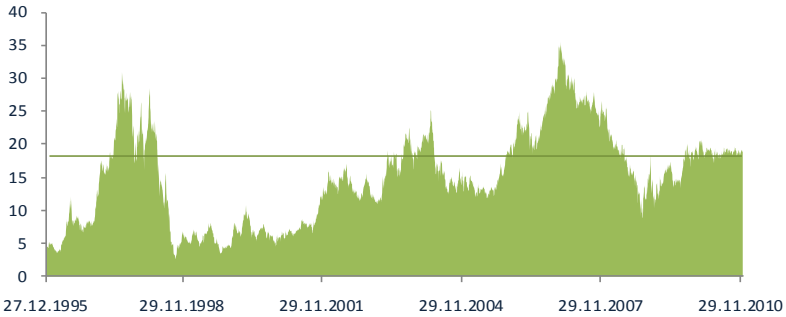
На самом деле, ответ проще чем кажется: без успокоения в мировых финансах не стоит ждать более активного притока на развивающиеся рынки, а с учётом подъёма ставок и других мер по борьбе с импортом капитала в Китае, Бразилии и Индии, становится понятно, что на долю России в списках иностранных инвесторов отводится далеко не первое место, даже при дорогой нефти.

Динамика отраслевых индексов на российском фондовом рынке

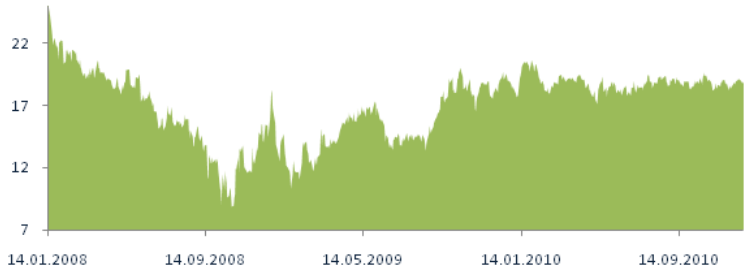


Кстати, с точки зрения корреляции российского рынка с чёрным золотом, ситуация сложилась едва ли не уникальная. Фактически с конца 2009 года отношение индекса РТС к стоимости Brent находится в узком боковом канале, причём в 2010 году колебания активно затухают. О чём это говорит? Несмотря на все успехи отечественного ритейла и машиностроителей, российский рынок сейчас однозначно воспринимается инвесторами как рынок сырьевой? Отчасти да, причём имеется беспокойство за судьбу сырьевых компаний. И именно это, на наш взгляд, отражает неоправданно завышенные политические риски в отношении России со стороны иностранного капитала. Впрочем, в условиях недружелюбных по отношению к бизнесу законодательных инициатив, такое отношение может быть понятным и помимо политической составляющей.

Спрэд RTS/Brent, 1995-2010



Спрэд RTS/Brent, 2008-2010

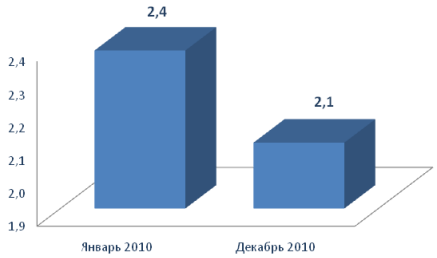


При этом видно, что сам по себе рынок отнюдь не является дешёвым относительно нефти в исторической ретроспективе. Дёшев именно нефтегазовый сектор.

Сколько будет продолжаться такая ситуация? На наш взгляд, ровно до тех пор, пока в секторе сохраняется неопределённость в отношении к нему государства. В следующем году мы ожидаем прояснения налоговых перспектив и принятия правительством подготовленной в последние недели Концепции развития нефтяной отрасли до 2020 года. Как только это произойдёт, инвесторы смогут понять перспективы и, после переоценки, деньги придут в сектор. Вопрос в том, насколько велик будет приток, но даже сам факт прояснения картины будет способствовать росту котировок, поскольку правительство в любом случае не создаст для российских компаний таких условий, при которых рентабельности упадут ниже чем у мировых аналогов.

Спрэд RTS O&G/Brent

O&G сектор дешевел в течение года по отношению к нефти



Характерно, что по ходу года отношение инвесторов к российскому рынку непрерывно ухудшалось не только в сравнении с другими странами, но и в абсолютном выражении: рост средней капитализации устойчиво отставал от роста финансовых показателей компаний.

Поквартальна оценка российского рынка инвесторами

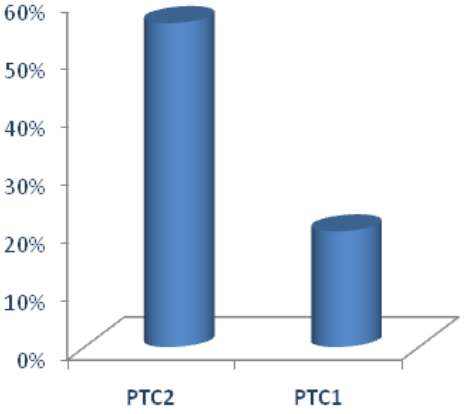
ММВБ	P/E	P/S	EV/EBITDA	P/BV
IV '09	11,37	1,41	7,94	1,25
I '10	9,20	1,21	6,33	1,11
II '10	7,58	1,06	4,63	0,95
III '10	8,33	1,18	5,29	1,05
IV '10	8,92	1,26	5,88	1,19

Это служит дополнительным сигналом того, что пока идёт лишь сжатие пружины недоверия инвестсообщества к России, т.е. потенциально на положительном внешнем фоне и переоценке политических рисков мы будем иметь шанс для нового резкого взлёта.

В этой связи любопытно, что инвесторы уже сейчас не отказываются от поиска интересных идей, однако покупают при этом в основном небольшие компании, имеющие потенциал органического роста на внутреннем рынке и менее подверженные политической составляющей, что хорошо видно по соотношению прироста индекса РТС1 и РТС2. Вероятнее всего, что и в 2011 году данная картина не претерпит радикальных изменений.

Пока же во многом причина негативного взгляда на российский рынок связана с налоговыми инициативами правительства, наиболее неблагоприятными (из крупного бизнеса) опять же для нефтяных компаний.

Наибольший интерес инвесторов локализован во втором эшелоне



Ожидания по приросту индексов:
Наш прогноз имеет довольно консервативный характер:
По индексу ММВБ рост через откат приведёт котировки на уровень 1845 п. (+10.5%), по индексу IFX-CBONDS подъём может составить около 10% до 319 п. к текущим значениям, соответственно.

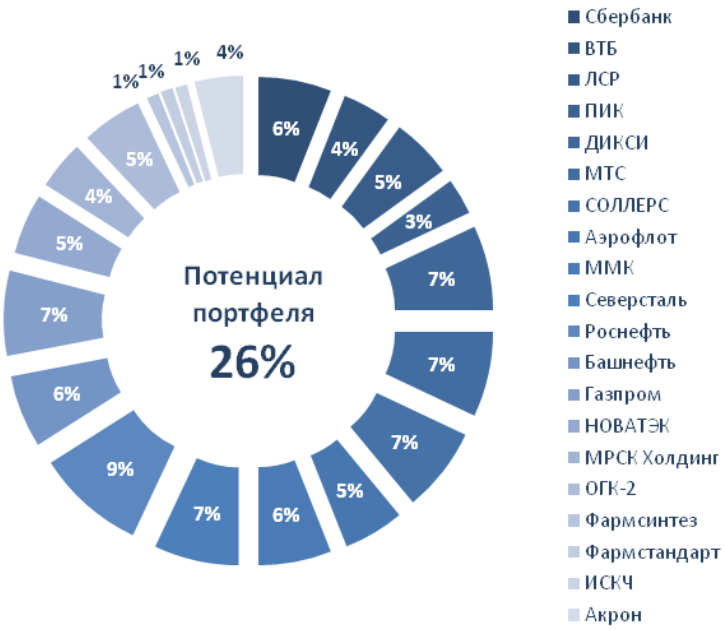
Портфели

Мы предлагаем формировать два инвестиционных портфеля, в зависимости от склонности к риску, способности пересиживать просадки, проявлять терпение и временно замораживать средства на 2-3 квартала.

Детальный анализ эмитентов мы предложим в наших стратегиях на 1 и 2 полугодия, причём в стратегии на конец года мы предполагаем существенно пересмотреть наше видение наиболее перспективных эмитентов в зависимости от ситуации в мировых финансах, которая возникнет на тот период. Здесь же мы приводим краткую структуру портфелей, указывая основные стимулы, побудившие нас включать те или иные бумаги в портфель.

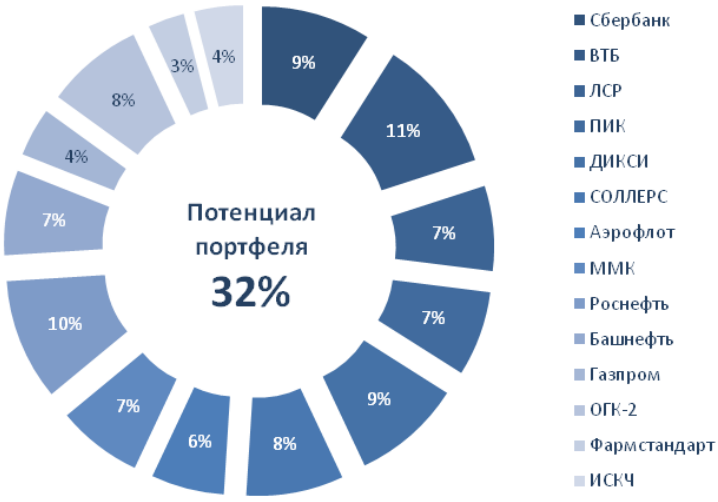
Портфель №1. Широкая диверсификация

Основная идея заключается в том, что пока притока инвесторов на российский рынок мы не наблюдаем. Значит, в случае его начала, наибольшим спросом будут пользоваться наиболее дешёвые по коэффициентам компании, что делает привлекательными в частности такие бумаги как Акрон и Газпром. Успокоение в финансах и стабилизация роста реальных располагаемых доходов будут стимулировать потребительские расходы и рынок кредитования, что благотворно отразится на таких компаниях как Соллерс, ЛСР, банки, транспортные компании, и прежде всего, за счёт масштаба, Аэрофлот. Восстановление американского рынка стальной продукции может, наконец, оправдать заокеанские приобретения Северстали. Потенциал внутреннего роста выводит в лидеры Дикси, Черкизово, Башнефть и Новатэк, на стороне которого, к тому же, и очевидная господдержка. Идея приватизации госпакетов создаёт привлекательные перспективы для Сбербанка и ВТБ.



Портфель №2. Идейные покупки

В целом эмитенты остаются те же. Однако мы существенно усиливаем долю фармацевтических и биотехнологических компаний, имеющих хорошие перспективы за счёт планов правительства по кратному расширению внутреннего производства лекарственных препаратов и сравнительно более благоприятного режима налоговой нагрузки на отрасль по сравнению с прочими. Кроме того, как подтвердил опыт 2008-2009 годов, финансовые результаты компаний этого сектора совершенно нечувствительны к влиянию текущего экономического кризиса.



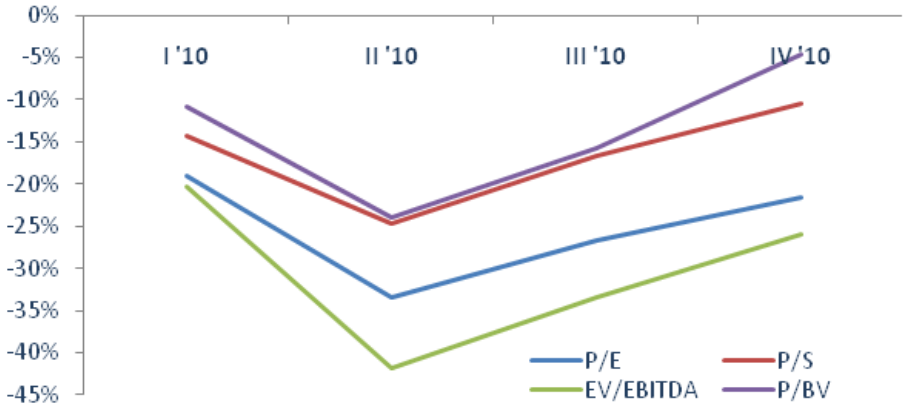
Приложения

Сравнительная оценка российского рынка

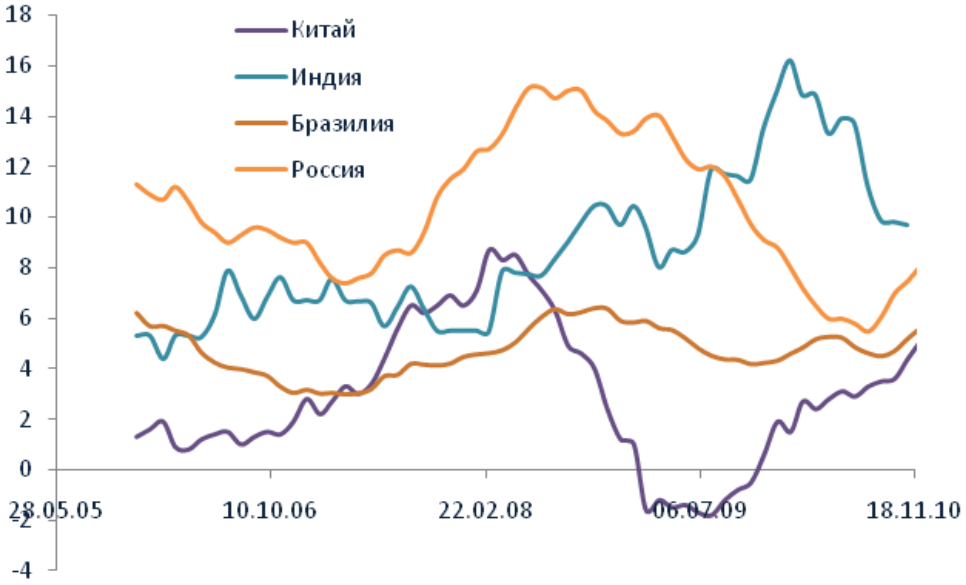
	P/E	P/S	EV/EBITDA	P/BV
Россия РТС	8,5	1,2	5,8	1,2
Россия ММВБ	8,9	1,3	5,9	1,2
Среднее	**8,7**	**1,2**	**5,9**	**1,2**
США S&P 500	15,5	1,3	10,3	2,1
США Dow Jones	13,9	1,3	8,7	2,6
Англия	17,5	1,2	9,2	1,8
Франция	13,2	0,8	17,3	1,3
Германия	14,7	0,7	9,6	1,6
Япония	19,9	0,6	8,3	1,3
Корея	14,5	0,8	9,3	1,5
Среднее	**15,6**	**0,9**	**10,4**	**1,7**
Потенциал	**79%**	**-24%**	**77%**	**46%**
Бразилия	13,7	1,6	7,9	1,7
Индия	18,3	2,2	12,0	3,2
Китай	14,0	2,5	8,6	1,8
Мексика	17,9	1,8	9,5	2,7
Испания	9,5	1,1	11,6	1,3
Португалия	13,3	0,9	16,0	1,3
Ирландия	-	0,6	69,5	1,3
Среднее	**14,5**	**1,5**	**19,3**	**1,9**
Потенциал	**66%**	**23%**	**230%**	**60%**
Потенциал к BIC	**76%**	**69%**	**62%**	**88%**
Средний потенциал	**78%**	**23%**	**70%**	**67%**
Итого				**59%**

Динамика коэффициентов российского рынка

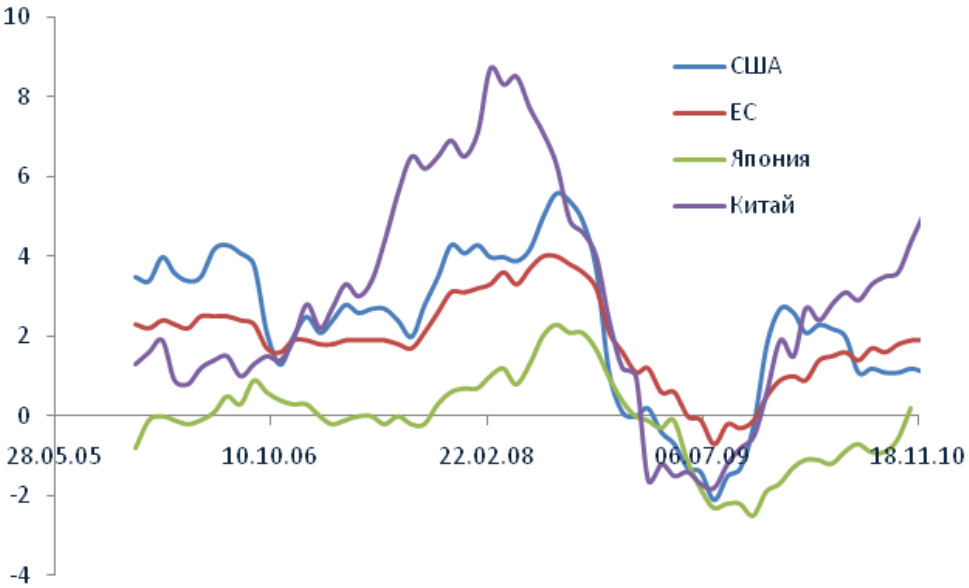
Отношение инвесторов в течение года ухудшалось сильнее и слабее, но постоянно



Инфляция в BRIC, %
Индия лидирует, остальные догоняют



Инфляция в крупнейших экономиках, %
Восходящий тренд в АТР



ООО «УНИВЕР Капитал»

Центральный офис:

123317, г. Москва, Пресненская наб., д.10, Блок Б
Телефон/факс: +7 (495) 792-555-0
Бесплатная линия: 8-800-700-555-0
E-mail: univer@univer.ru
Интернет-сайт: www.univer.ru

Департамент аналитических исследований
Head of Research
Александров Дмитрий, Ph.D.
тел.: (495) 792-555-0 доб.4433
e-mail: DAleksandrov@univer.ru

Департамент брокерского обслуживания
Head of Brokerage
Григорьева Светлана
тел.: (495) 792-555-0 доб. 3332
e-mail: Grig@uinver.ru

Представительства:

344002, **г. Ростов-на-Дону**, пр-т Буденновский 26/57, офис 10, 13
Телефон: (863) 269-58-25, 269-54-08
E-mail: rostov@univer.ru

420021, **г. Казань**, ул. Татарстан 20, офис 300
Телефон: (843) 240-40-35
E-mail: kazan@univer.ru

410004, **г. Саратов**, ул. Чернышевского д. 60/62 «А» 3 этаж
Телефон: (8452) 34-44-44, 45-96-92
E-mail: saratov@univer.ru

Доводим до Вашего сведения, что информация, содержащаяся в настоящем обзоре, подготовлена на основании открытых источников, является мнением аналитиков, и все риски от решений, принятых на основании данного обзора, ложатся ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО на инвестора.

Not for US and/or GB users.



Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников. в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала.

Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа. ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» ответственности не несет.

Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе.

Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации.

ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов.

Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал».

Воспроизводить, копировать, цитировать. а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал»запрещено.

© ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал». 2009

This research report is prepared by IG Univer Capital and is based on the information obtained from official public sources, which are reasonably deemed to be reliable and trustworthy. No special researches were carried out in order to elicit the fact that the information contained herein is inaccurate or incomplete. Analytical summaries and decisions contained herein are only the opinions of our specialists. Neither information nor any opinion expressed in this report constitutes a recommendation, an offer or an invitation to make an offer to buy or sell any securities, other investment or any options, futures or derivatives related to such securities or investments.

This research report does not provide any guarantees or promises of effectiveness (profitability) of your activities on the securities market. IG Univer Capital is not responsible for any fact of unreliability of the information contained in this document and for any measures taken by you while operating on the securities market on the basis of the above mentioned information.

It is necessary to take into consideration that any income related to such securities or other investments, if any, may fluctuate and that price or value of such securities and investments may rise or fall. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in this report.

No information relating to taxation discussed herein is a tax advice.
Investors are urged to seek tax advice based on their particular circumstances from an independent tax professional.

IG Univer Capital maintains strict internal policies, which are designed to manage any actual or potential conflicts of interest from harming the interests of investors.

Further information on the securities referred to herein may be obtained from IG Univer Capital upon request.

This report may not be reproduced, copied nor extracts taken from it, without the express written consent of IG Univer Capital.

For residents of the United States: IG Univer Capital is not registered as a broker or dealer with the SEC or NASD in the United States and the information may be distributed in the United States only to persons who by the acceptance hereof confirm that they are a major U.S. institutional investor as defined in Regulation 15a-16 of the Securities Exchange Act of 1934.

For residents of the United Kingdom and rest of Europe: IG Univer Capital is not registered with the FSA in the United Kingdom. Except as may be otherwise specified herein, this research report is communicated to persons who are qualified as market counterparties or intermediate customers (as defined in the FSA Rules) and is made available to such persons only. The information contained herein is not intended for, and should not be relied upon by, private customers (as defined in the FSA Rules).

Copyright ©, IG Univer Capital, 2009

