СТРУКТУРА МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ
на 30 декабря 2010 года

Акции							
Эмитент	**Тип акций**	**Дата покупки**	**Цена покупки, руб.**	**Кол-во, шт.**	**Цена на закрытие 29.12.2010, руб.**	**Оценка на закрытие 29.12.2010, руб.**	**Доля в порт-феле, %**
Разгуляй	ао	22.09.2010	46,250	452	47,103	21 290,56	**19,6%**
Комстар-ОТС	ао	24.09.2010	200,05	209	202,00	42 218,00	**38,9%**
АФК «Система»	ао	16.11.2010	26,599	400	27,152	16 291,20	**15,0%**
		19.11.2010	26,371	200			
Ростелеком	ап	16.11.2010	77,17	149	80,00	11 920,00	**11,0%**
Белон	ао	24.11.2010	25,07	673	24,98	16 811,54	**15,5%**
Итого по акциям						**108 531,30**	**100,0%**
Денежные средства							
Остаток денежных средств						**13,74**	**0,0%**
Итоговая оценка							
Оценка портфеля*						**108 545,04**	**100,0%**

**Оценка портфеля указана с учетом комиссионного вознаграждения ММВБ по проведенным операциям.*

ДИНАМИКА ПОРТФЕЛЯ
с 01 сентября 2010 по 29 декабря 2010 года

Оценка портфеля		Изменение стоимости портфеля	
На дату формирования (01.09.2010), руб.	**На 29.12.2010, руб.**	**Руб.**	**%**
100 000,00	108 545,04	8 545,04	8,5%

ООО «ДОХОДНЫЙ ДОМ ИНВЕСТОРА»
410012, г. Саратов, ул. Вольская, 70
Телефон: (8452) 39-00-01
www.ddinvest.ru / e-mail: analitika@ddinvest.ru

Данный отчет не является средством принуждения к совершению сделок с ценными бумагами и предоставляется только для ознакомления.
Все права защищены.

ОБОСНОВАНИЕ ТЕКУЩИХ РЕКОМЕНДАЦИЙ

С момента последней переоценки модельного портфеля (20 декабря), как мы и предполагали, существенного изменения конъюнктуры на мировых финансовых рынках не произошло. Пожалуй, единственным значимым событием последних дней стало повышение Народным банком Китая базовых процентных ставок по кредитам и депозитам, выдаваемым на срок до 12 месяцев, на 25 базисных пунктов (до 5,81% и 2,75% соответственно).

Примечательно, что рынки акций Европы и США в последние месяцы слабо реагируют на любые меры, направленные на ужесточение денежно-кредитной политики в Китае, в то время как китайский рынок уже длительное время закладывается на дальнейшие шаги Центробанка в этом направлении. Переход НБ Китая к более сдержанной монетарной политике уже не является секретом, наверное, ни для кого, однако развитые рынки еще не в полной мере учли данный фактор.

Цикл повышения процентных ставок в Поднебесной только начинается, что в перспективе нескольких кварталов может привести к некоторому охлаждению экономики страны. В связи с этим мы считаем, что новые решения китайского регулятора по ужесточению монетарной политики, которые будут приняты в 2011 году, в скором времени станут одним из важнейших факторов, оказывающих давление на рискованные активы во всем мире. Очередного повышения базовых ставок в Китае мы ожидаем в I квартале 2011 года.

Что касается долговых проблем ряда европейских государств (прежде всего, Греции, Ирландии, Испании, Португалии), то в начале следующего года инвесторы обязательно к ним вернутся. Оказанная Греции и Ирландии финансовая помощь не решает системных проблем в сфере госфинансов этих стран, а лишь временно удовлетворяет их потребность в финансовых ресурсах. Отсутствие устойчивых позитивных сдвигов в реальной экономике проблемных государств Еврозоны существенно затрудняет решение их финансовых трудностей.

Не исключаем, что в 2011 году Португалия и Испания все же попросят финансовой поддержки у монетарных властей Евросоюза, поскольку испытывают наибольшую потребность в ней. Если ситуация на долговом рынке Европы вновь начнет накаляться, руководство ЕС может прибегнуть к давлению на правительства этих стран, чтобы те воспользовались средствами антикризисного фонда. В следующем году долговой кризис в Европе станет одной из центральных тем, интересующих инвесторов, и, скорее всего, в I полугодии позитивных новостей по этому вопросу будет не так много.

Другой важной темой станут итоги второго «раунда» количественного смягчения (QE2) в США, который завершится до конца II квартала 2011 года. Пока эффект от выкупа ФРС казначейских облигаций диаметрально противоположен желаемому: в последние недели доходность 10-летних US-Treasuries устойчиво росла и достигла уровней мая 2010 года, превысив 3,5% годовых. Если доходность американских госбумаг не вернется к тем уровням, на которых она находилась до запуска QE2, на ФРС обрушится критика не только со стороны ученых и экономистов, но и со стороны представителей власти, что приведет к ухудшению настроений на финансовых рынках.

В этом случае ФРС может прибегнуть к расширению программы, однако реакция инвесторов на подобное решение, скорее всего, будет негативной, поскольку отсутствие положительного эффекта от стимулирующих мер усилит опасения инвесторов относительно перспектив восстановления американской экономики. На наш взгляд, вливание 600 млрд. долл. является недостаточной мерой стимулирования потребительского спроса и кредитной активности в крупнейшей экономике мира. В I полугодии 2011 года результативность QE2 станет объектом особого внимания у инвесторов.

ООО «ДОХОДНЫЙ ДОМ ИНВЕСТОРА»
410012, г. Саратов, ул. Вольская, 70
Телефон: (8452) 39-00-01
www.ddinvest.ru / e-mail: analitika@ddinvest.ru

Данный отчет не является средством принуждения к совершению сделок с ценными бумагами и предоставляется только для ознакомления.
Все права защищены.

В целом мы смотрим на 2011 год со сдержанным оптимизмом, поскольку предпосылок к радикальным изменениям в мировой экономике пока не наблюдается, а многие проблемы остались нерешенными. Несмотря на приближающиеся праздничные дни, мы сохраняем наши рекомендации по акциям «Комстар-ОТС», АФК «Система», «Разгуляя», «Белона» и «префам» «Ростелекома».

АФК «СИСТЕМА»

АФК «Система» является диверсифицированной вертикально-интегрированной холдинговой структурой, в состав которой входит множество компаний, объединенных в 4 бизнес-единицы: телекоммуникационные активы, высокие технологии и промышленность, топливно-энергетический комплекс и потребительские активы. При этом крупнейшими активами «Системы» являются мобильный оператор «МТС» и предприятия Башкирского ТЭКа, среди которых «Башнефть», входящая в десятку крупнейших российских нефтяных компаний.

В настоящее время суммарная капитализация активов, принадлежащих корпорации, значительно превышает капитализацию самой «Системы». Так, по состоянию на 29 декабря 2010 года рыночная стоимость всех акций «Системы» на ММВБ оценивалась в 262,0 млрд. руб., в то время как стоимость ее доли в «МТС» составила 271,5 млрд. руб. (ММВБ), а доли в «Башнефти» — 142,5 млрд. руб. (РТС). Таким образом, рыночная стоимость долей «Системы» только в этих двух компаниях превышает ее собственную на 58,0%.

Принимая во внимание структуру бизнеса и основные риски «Системы», мы считаем, что существующий дисконт рыночной оценки корпорации по отношению к капитализации ее основных активов является в текущих условиях неоправданно высоким. Мы допускаем существование дисконта в размере 25%, характерного для головных компаний подобных холдинговых структур, и оцениваем потенциал роста акций «Системы» в долгосрочной перспективе на уровне 33,0%.

КОМСТАР-ОТС

23 декабря 2010 года состоятся внеочередные собрания акционеров «Комстар-ОТС» и «МТС», на которых будут приниматься решения о присоединении оператора к «МТС». В соответствии с условиями присоединения акции «Комстар-ОТС» будут конвертированы в акции «МТС» с коэффициентом 0,825. Текущие котировки бумаг мультисервисного оператора ниже цены акций «МТС» с учетом конвертации на 5,1%. Существование данного дисконта позволяет рассматривать акции «Комстар-ОТС» в качестве защитных и делает их более привлекательными с точки зрения вхождения в капитал «МТС». В случае существенного ухудшения конъюнктуры финансовых рынков актуальность данной инвестиции возрастет.

БЕЛОН

С середины 2010 года акции «Белона» находятся выбились из общерыночной динамики и находятся в боковом тренде. Ключевым драйвером их роста, который, на наш взгляд, еще не отыгран рынком, является повышение мировых цен на уголь. С наступлением более низких температур влияние данного фактора лишь усилится. Не менее важным стабилизирующим фактором для акций «Белона» является наличие крупного контролирующего акционера («ММК»), который одновременно является основным покупателем производимой продукции. Кроме того, «Белон» характеризуется достаточно низкой долговой нагрузкой. Основным риском для котировок акций компании является необходимость реализации инвестиционной программы, однако с учетом приемлемой платежеспособности компании влияние данного фактора на котировки ее акций в среднесрочном периоде будет ограниченным.

Наиболее важным драйвером роста данных бумаг мы считаем вероятный выкуп «ММК» акций угольной компании у миноритариев (более подробные предположения в отношении ожидаемого предложения металлургической компании изложены в нашем обзоре «Белон»: в ожидании оферты «ММК»).

Данный отчет не является средством принуждения к совершению сделок с ценными бумагами и предоставляется только для ознакомления.
Все права защищены.

РОСТЕЛЕКОМ

10 ноября 2010 года состоялось внеочередное собрание акционеров «Ростелекома», на котором, вопреки ожиданиям инвесторов, акционеры не одобрили поправки в устав оператора. Данные поправки предполагали выплату годовых дивидендов по всем размещенным «префам» «Ростелекома» в размере 10% чистой прибыли компании по РСБУ за отчетный год. На этих новостях котировки привилегированных акций оператора в течение двух дней упали на ММВБ на 13,5%. Таким образом, они фактически вернулись к исходным уровням, когда новости о вынесении указанного вопроса на внеочередное собрание только появились на рынке.

По словам президента «Ростелекома» А. Провоторова, менеджмент совместно с советом директоров разработает необходимые изменения в устав, которые позволят «обеспечить баланс интересов владельцев различных категорий бумаг» оператора. Очевидно, что в этом случае доля чистой прибыли, направляемой на эти цели, окажется ниже 10%.

С другой стороны, руководство «Ростелекома» может принять решение не вносить изменения в устав, сохранив действующий порядок выплаты дивидендов, который предполагает выплату 10% чистой прибыли по РСБУ, приходящихся на количество «префов», составляющих 25% уставного капитала оператора.

В результате реорганизации «Связьинвеста» операционные и финансовые показатели объединенного «Ростелекома» многократно возрастут по сравнению с текущими уровнями. В частности, по нашим оценкам, чистая прибыль оператора по РСБУ увеличится в 7,5 раза. Если существующий порядок начисления годовых дивидендов по «префам» «Ростелекома» останется неизменным, их дивидендная доходность составит около 5% (с учетом увеличения уставного капитала оператора). Исходя из данных предпосылок, интерес со стороны инвесторов к указанным бумагам в среднесрочной перспективе может существенно возрасти (по мере приближения к дате закрытия реестра акционеров).

РАЗГУЛЯЙ

Рост цен на сельскохозяйственную продукцию на мировых товарных рынках, вызванный небывалой засухой в России, некоторых странах СНГ и Китае, спровоцировал этим летом повышенный интерес к акциям аграрных холдингов. Усиление спроса на акции «Разгуляя», как и многих других компаний сектора, носило скорее спекулятивный характер, поскольку происходило на фоне ажиотажа вокруг мировых и внутренних цен на основные сельскохозяйственные товары. Поэтому после того, как паника на мировых рынках улеглась, котировки акций «Разгуляя» опустились до уровней конца мая — начала июня.

Однако не следует забывать, что один из важнейших драйверов роста котировок акций компании — высокие внутренние цены на основные виды производимой продукции — все еще сохраняется. Рост цен на зерно, сахар и сопутствующие товары позитивно отразится на финансовых результатах группы по итогам текущего года. При этом улучшение ценовой конъюнктуры на основных рынках сбыта данной продукции в значительной степени перекрывает убытки «Разгуляя» от порчи урожая текущего года.

Наиболее существенным риском инвестирования в акции компании является высокая долговая нагрузка, несмотря на то, что в прошлом году группе удалось конвертировать основную часть задолженности (около 80%) в долгосрочные обязательства. Однако по данным газеты «Коммерсантъ» от 27.10.2010, «Разгуляй» планирует передать «ВЭБу» 35 аграрных компаний стоимостью 19,3 млрд. руб. в рамках реструктуризации задолженности перед банком. Главным образом, этим активы представлены элеваторами, мукомольными заводами и другими предприятиями. С учетом того, что

Данный отчет не является средством принуждения к совершению сделок с ценными бумагами и предоставляется только для ознакомления.
Все права защищены.

рентабельность производства зерновой продукции группы в разы ниже рентабельности ее сахарного бизнеса, передача данных активов может быть интересна «Разгуляю», хотя корректно оценить вероятный эффект от этой сделки в настоящее время не представляется возможным.

Наиболее позитивной новостью с точки зрения перспектив развития компании в долгосрочном периоде является приход в компанию стратегического инвестора, заинтересованного в развитии бизнеса группы. 22 октября из сообщения «Разгуляя» стало известно, что инвесткомпания Avangard Asset Management, действуя в интересах управляемого ею фонда прямых инвестиций, завершила покупку 21,42% акций холдинга. Согласно достигнутым договоренностям, в будущем компания может увеличить свою долю в капитале «Разгуляя» на 8,56%.

ООО «ДОХОДНЫЙ ДОМ ИНВЕСТОРА»
410012, г. Саратов, ул. Вольская, 70
Телефон: (8452) 39-00-01
www.ddinvest.ru / e-mail: analitika@ddinvest.ru

Данный отчет не является средством принуждения к совершению сделок с ценными бумагами и предоставляется только для ознакомления.
Все права защищены.

Принципы формирования модельного портфеля

Предлагаемый модельный портфель предназначен для среднесрочных и долгосрочных инвесторов.

Стратегия инвестирования предполагает вложение средств в акции и облигации российских эмитентов, торгующиеся на ММВБ. В рамках модельного портфеля по акциям могут открываться только длинные позиции без использования кредитного плеча.

При включении в инвестиционный портфель акций предпочтение отдается ликвидным бумагам. Отбор бумаг осуществляется на основе данных фундаментального, технического и факторного анализа. Срок владения акциями не имеет жестких ограничений и определяется с учетом изменения тенденций развития конкретных компаний, отраслей и рынка в целом.

Среди облигаций наиболее предпочтительными являются субфедеральные и муниципальные облигации, а также облигации компаний с государственным участием. Выбор бумаг осуществляется на основе анализа кредитоспособности и платежеспособности эмитентов облигаций, также во внимание принимаются наличие обеспечения или поручительства по облигационному выпуску.

ООО «ДОХОДНЫЙ ДОМ ИНВЕСТОРА»
410012, г. Саратов, ул. Вольская, 70
Телефон: (8452) 39-00-01
www.ddinvest.ru / e-mail: analitika@ddinvest.ru

Данный отчет не является средством принуждения к совершению сделок с ценными бумагами и предоставляется только для ознакомления.
Все права защищены.