



# ГОДОВОЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР 2009-2010

## - ПРОЩАЙ, КРИЗИС!

## - ДОБРО ПОЖАЛОВАТЬ НА «МОДЕРНИЗАЦИЮ»!

30 ДЕКАБРЯ 2009 ГОДА

В нынешнем годовом отчете мы не будем детально касаться глобальной экономики. С одной стороны, мы не видим существенных рисков, которые могут реализоваться в следующем году в мировой финансовой системе и серьезно повлиять на ситуацию в России. При этом мы отчетливо наблюдаем тренды, которые складываются в России при отсутствии внешних шоков, и предлагаем инвесторам воспользоваться в чём-то уникальными инвестиционными возможностями.

С другой стороны, попытки комментировать риторический шум, который возникает по поводу и без повода относительно локальных проблем заведомо непродуктивны. Проблемы полугосударственного долга в Дубаи, дефициты и долги стран Балтии, некоторых стран еврозоны (PIGS - Португалия, Ирландия, Греция и Испания), проблемы плохих долгов и банковских балансов - это отголоски глобального финансового кризиса. Большинство реакций на эти проблемы лежит в области психологии, страха повторения финансового кризиса конца 2008 года или начала его «второй волны». Кстати, именно этот страх является балансирующим фактором, который не позволит как регуляторам, так и инвесторам совершать рискованные поступки.

Безусловно, среди инвесторов есть много желающих заработать на так называемой «второй волне», пожалуй, не меньше чем тех, кто ждет восстановления рынков ближе к докризисным уровням. Этот баланс не позволяет сейчас (и не позволит в ближайший год!) надуть очередной «пузырь» в тех или иных активах (будь-то сырьевые товары или рынки акций). Запланированных и ожидаемых кризисов не бывает, поэтому всем предвестникам очередного апокалипсиса наш ответ прост: «Собаки лают - караван идёт!».

Кроме этого, мы наблюдаем кризис в экономической науке, особенно в части макроэкономики, функционирования монетарной системы и финансовых рынков. Мейнстрим-экономисты ещё не скоро осознают ошибки и перепишут учебники, что даже к лучшему, поскольку дольше сохранит статус-кво «перепотребления» в развитых и «недопотребления» в развивающихся странах, а значит и уникальные инвестиционные возможности сыграть на несправедливости распределения благ в мире, постоянном притоке сбережений и сохранения низких процентных ставок и ликвидности.

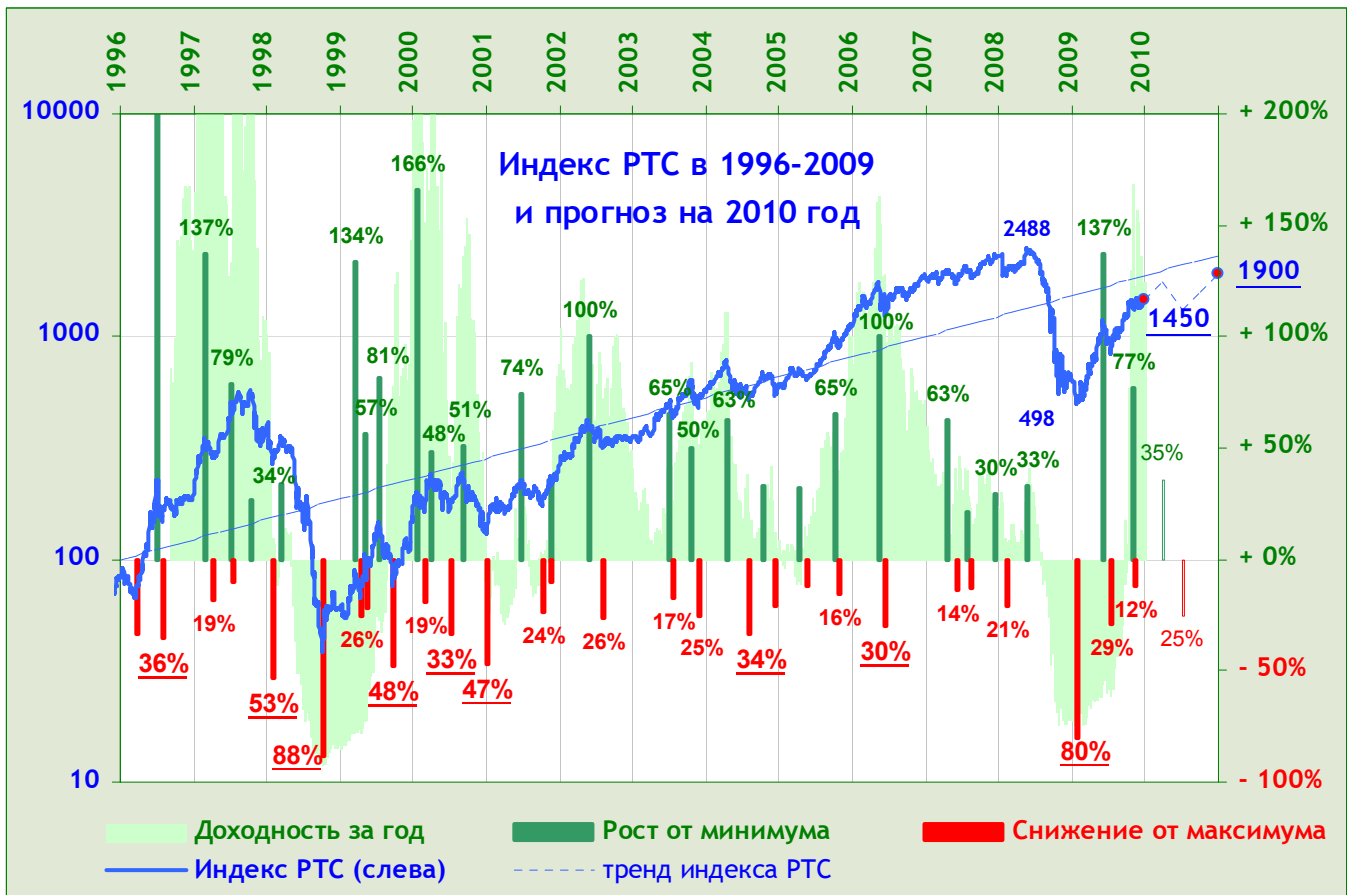
Китай, конечно, играет в рискованную игру сохранения стабильно низкого курса юаня и стимулирования экономики исключительно кредитными средствами, а не через рост относительного благосостояния китайцев, но, пожалуй, это единственная страна в мире, которая может себе позволить многое и пока безнаказанно. На любой внешний шок у Китая есть свой ответ - будь-то огромные иностранные резервы, полукрытая финансовая система или сотни миллионы новых потребителей.

Есть чему поучиться у Китая российским властям, но, к сожалению, слишком закоренела у нас в головах (!) зависимость от цен на нефть и отсутствие веры в собственные силы и возможности. Надеемся, что следующий год нас немного «подлечит».

Что касается российского финансового рынка, которому в большей степени посвящен нынешний обзор, мы ожидаем следующие основные тенденции:

- Медленное восстановление экономики, но из-за эффекта низкой базы ВВП даст +5%.
- Снижение процентных ставок и инфляции (до -6% за 2010 год).
- Повышение курса рубля на -9% (33 рубля за корзину, 27.4 руб. за \$ при евро \$1.45).
- Продолжение восстановления рынка акций (цель - 1900 пунктов по индексу РТС или +30% в долларах США, -1630 пунктов по индексу ММВБ или +20% в рублях).

Наш прогноз по индексу РТС на 2010 год в целом соответствует текущему консенсус-прогнозу аналитиков ведущих аналитических команд, рассчитанному по целевым ценам акций (~1861 пунктов).



Источник: Фондовая биржа РТС ([www.rts.ru](http://www.rts.ru)), расчеты и прогнозы - ФГ «Ермак»

Мы считаем, что даже при консервативном сценарии (цен на нефть -\$60/бarr.) акции покажут по итогам года положительную динамику (1500 пунктов +4%) при стабильном курсе рубля. В оптимистичном сценарии фондовый рынок России достигнет своего долгосрочного тренда уже в 2010 году (пунктирная прямая линия на графике). Так было, например, в 2000 году после кризиса 1998 года. Долгосрочный тренд предполагает темп роста в 23% годовых в долларах США, что соответствует росту в 10 раз за 11 лет. В начале 2010 года тренд проходит на уровне ~2000 пунктов, а к концу года достигнет 2300.

С наступающим и удачи в новом 2010 инвестиционном году!

**ИТОГИ 2008-2009... КРИЗИС В КАРТИНКАХ..... 3**

Курс рубля .....	3
Цены на сырье .....	3
Российский рынок акций.....	4
Рынки облигаций и процентные ставки.....	7
Последствия кризиса .....	8

**НАШИ ПРОГНОЗЫ НА 2010 ГОД ..... 12**

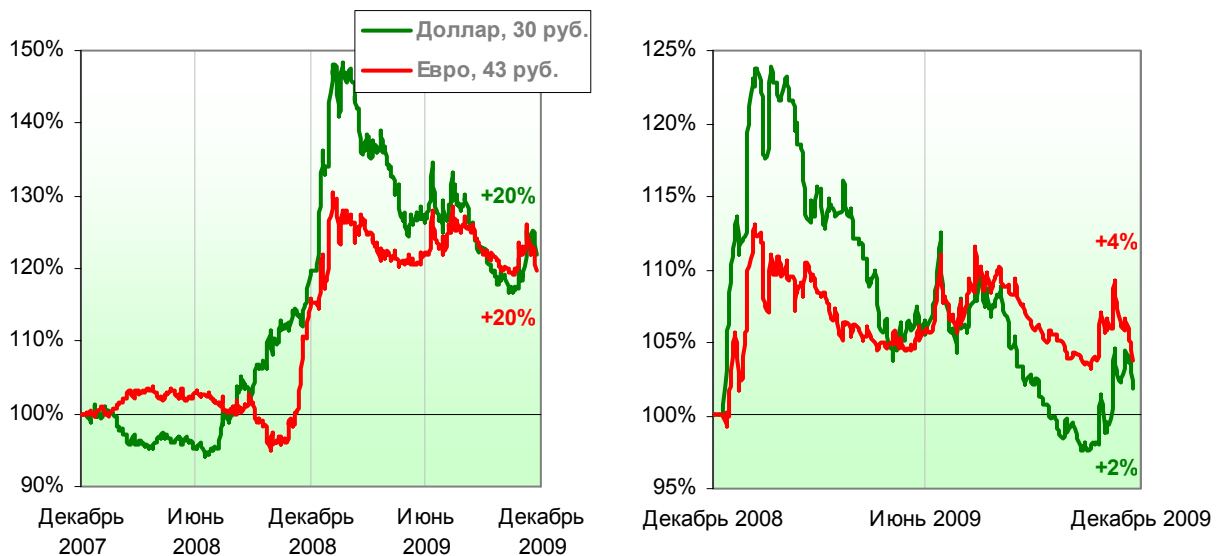
О глобальных тенденциях .....	12
Курс рубля и процентные ставки.....	13
Фундаментальная недооценка российского рынка акций.....	15
Отраслевые идеи на российском рынке акций.....	19
Портфель свежих идей.....	21
Макроэкономические данные и прогнозы.....	22

## ИТОГИ 2008-2009... КРИЗИС В КАРТИНКАХ

Подведение итогов 2009 г. будет бессмысленным без анализа 2008 г., ведь восстановительная динамика цен многих активов в уходящем году была тесно связана с острой фазой кризиса, начавшейся ранее. Поэтому мы попытались представить этот обзор в формате «2х2», разбив активы на интересные к сопоставлению пары, и рассмотрев поведение каждой пары как в двух-, так и однолетней ретроспективе.

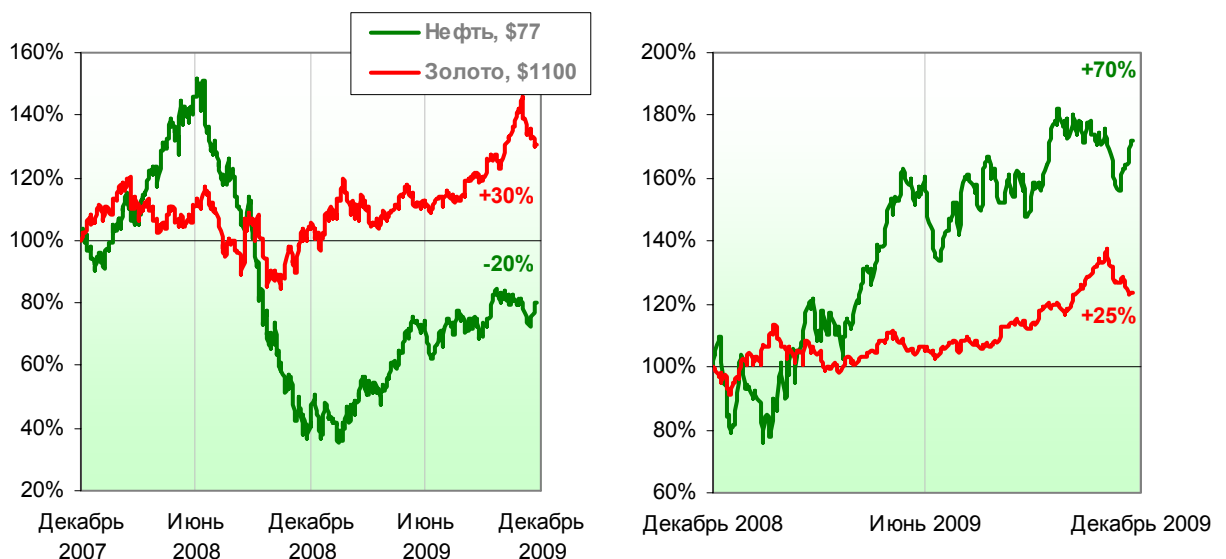
### Курс рубля

Начнем с главных мировых валют, оказавшихся в центре внимания экономической общественности во время «плавной девальвации» рубля, и последовавшего за ней частичного его восстановления. На протяжении 2008-2009 гг. доллар США и Евро попеременно укреплялись относительно друг друга, но итог к рублю оказывается примерно одинаковым: около +20% за два года, и символический плюс по итогам 2009 г.

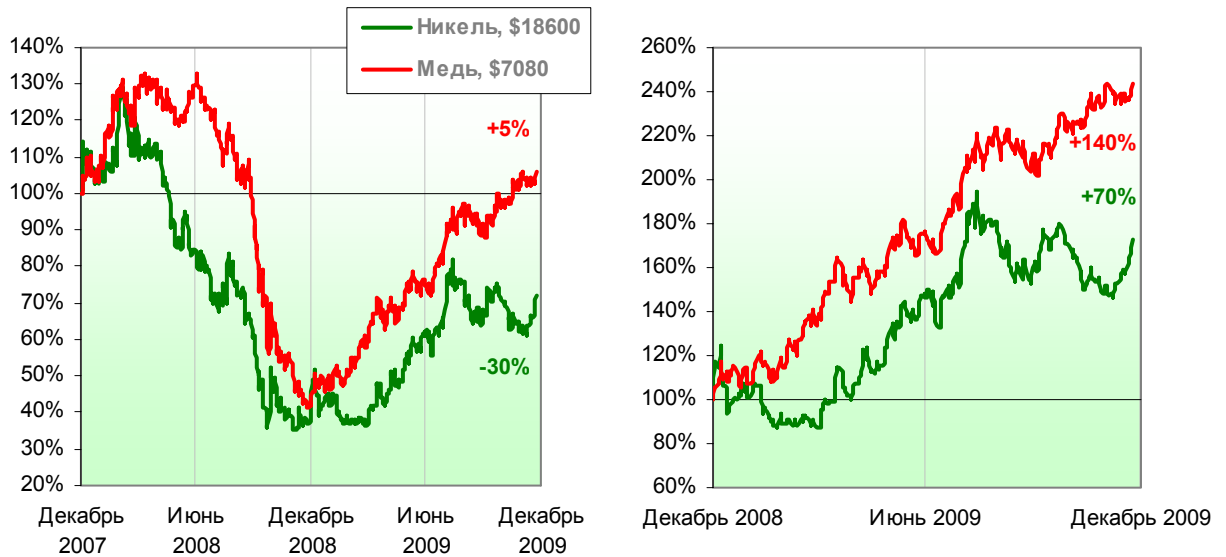


### Цены на сырье

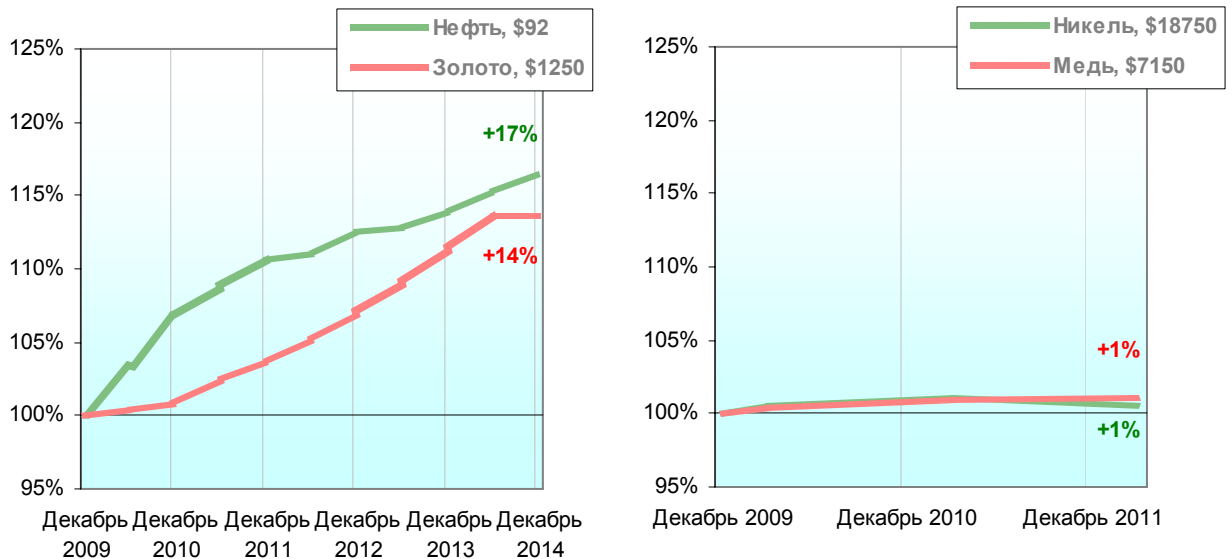
Другая пара «конкурентов» - нефть и золото - специально для тех, кто ищет среди сырьевых товаров какой-то «истинный» базовый актив. После разгромного падения в 2008 г. нефть ещё не сумела выйти на уровень двухлетней давности (-20%), золото (+30%) уверенно держит первенство. Однако, по итогам 2009 г. нефть лидирует при росте цены на +70%, в то время как золото, даже подорожав на 25%, сильно отстало.



Обзор биржевого сырья хотелось бы закончить на промышленных металлах. Наиболее интересная, с точки зрения влияния на публичные российские компании, динамика наблюдается в никеле и меди. В этой паре явное первенство, как за два года, так и за год принадлежит цене меди: она за счет рывка в уходящем году (+140%) уже превышает уровни двухлетней давности (+5%). Никель и дешевел резче, и потом восстанавливался не так активно (+70%), в итоге на двухлетнем отрезке пока наблюдается отставание (-30%).

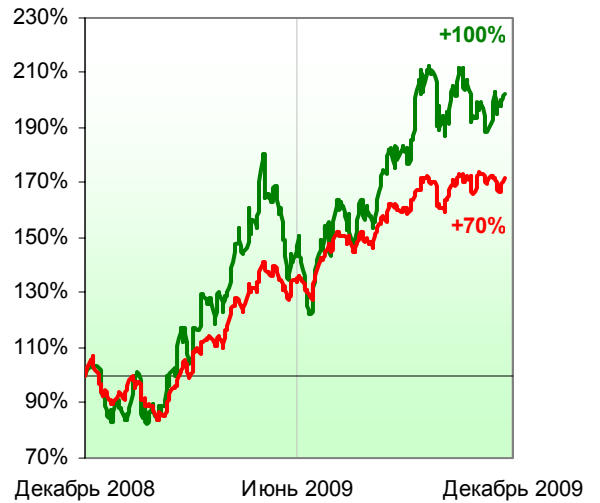


Фьючерсы на нефть плавно растут с текущих \$80 до \$90 на конец 2013 г., будущее золота рынок оценивает в \$1200 на конец 2013 г., с текущих \$1100, также весьма осторожно. Рынок фьючерсов консервативно оценивает будущую динамику промышленных металлов, закладывая в цены совершенно «плоский прогноз»: до марта 2012 г. разница составляет 1% и по никелю, и по меди.

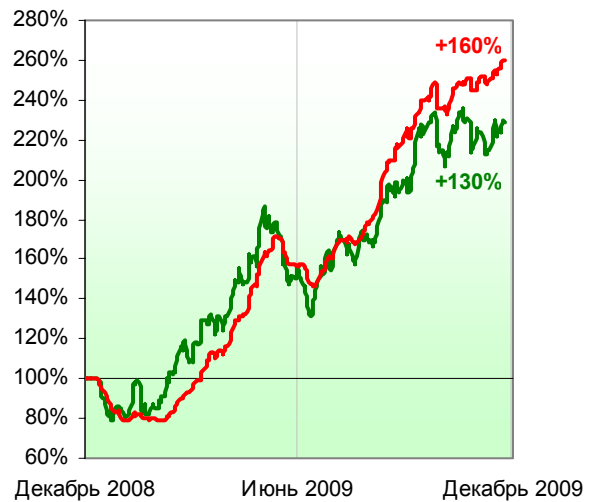
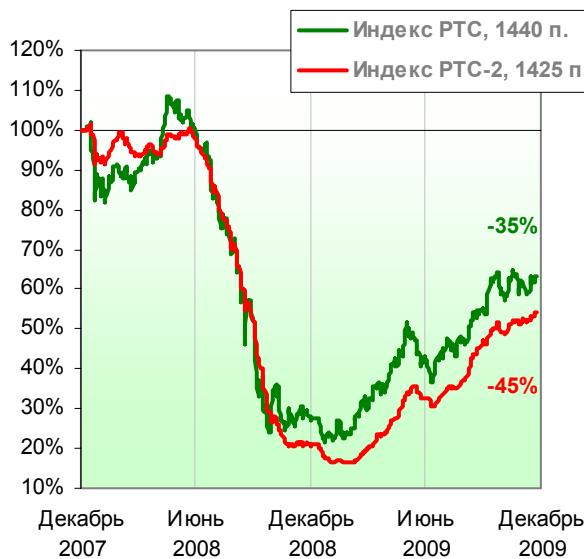


### Российский рынок акций

Российский фондовый рынок, в сравнении как с развивающимися, так и с развитыми, показал большой «размах колебаний», как при падении в 2008 г., так и при восстановлении в 2009 г. Это достаточно наглядно можно продемонстрировать на примере сравнения индексов MSCI Emerging Markets и MSCI Russia, а также PTC и S&P 500. Разгромное падение отечественных акций сменилось внушительным восстановительным ростом (+100%, +130%). Двухлетний итог для всех рынков, впрочем, принципиально остается одним и тем же: докризисные уровни не достигнуты.

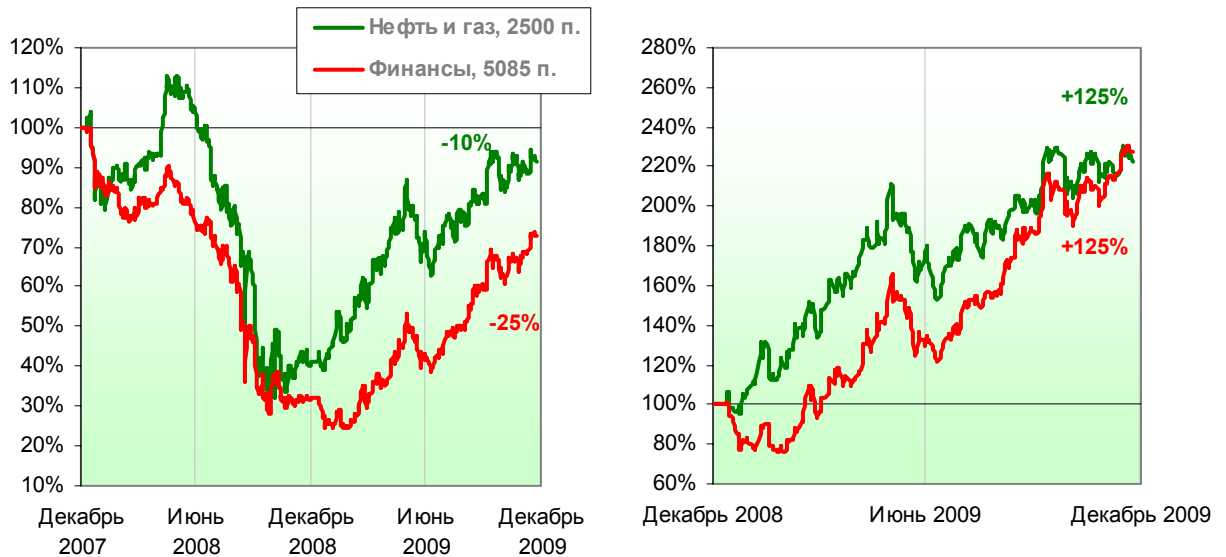


Что доходнее - первый или второй эшелон?..



В конце 2008 г. менее ликвидные акции (по индексу РТС-2) упали сильнее «голубых фишек», сформировав отставание (-45% против -35%), которое не удалось пока компенсировать лучшим ростом с низкой базы (+160% против +130%).

Сравнение отраслевых индексов ММВБ мы также будем делать попарно. Начнем с отраслей, фактически задающих тон движениям рынка - нефть/газ и финансы. Как можно заметить из приводимых графиков, по итогам двух лет «главная отрасль» немного не дошла до исходных позиций (-10%), в то время как банковский сектор отстает (-25%). Разрыв сформировался в конце 2008 г., так как рост в 2009 г., несмотря на более поздний старт финансовых бумаг, составляет одинаковые +125%.



Электроэнергетика и телекоммуникации проявили завидную синхронность, как при падении рынка, так и при его восстановлении. Отличия в итоговых результатах 2009 г., они весьма незначительны, и определяются, главным образом, началом и концом года: +170% и +180%. А в двухлетнем разрезе результаты и вовсе одинаковые, -30%.

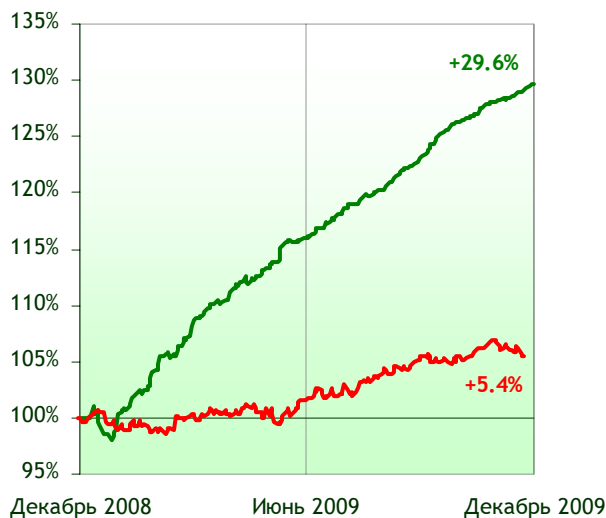
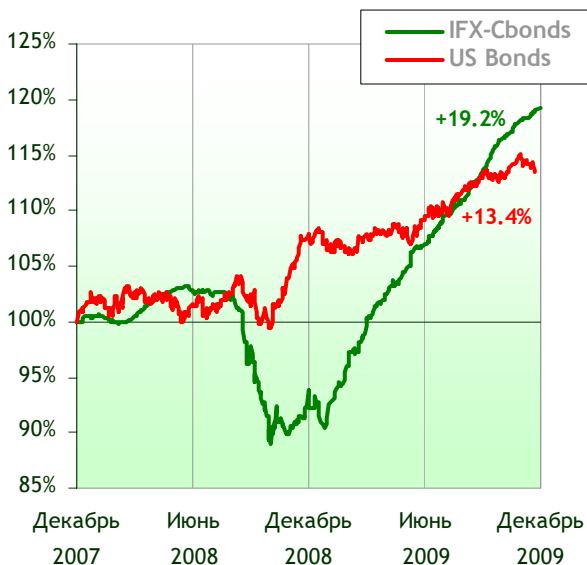


Наиболее показательна разница итогов года в «промышленных» отраслях - металлургии и машиностроении. Если первая, почувствовав возвращение заказов, уверенным ралли почти что достигла высот двухлетней давности (-5%), то с акциями от машиностроения все пока так же плохо, как и в реалии с их заказами. Как ни силен был рынок цен 2009 г. (+190%), разгром, полученный прошлой осенью, дает о себе знать в двухлетней перспективе (-55%).



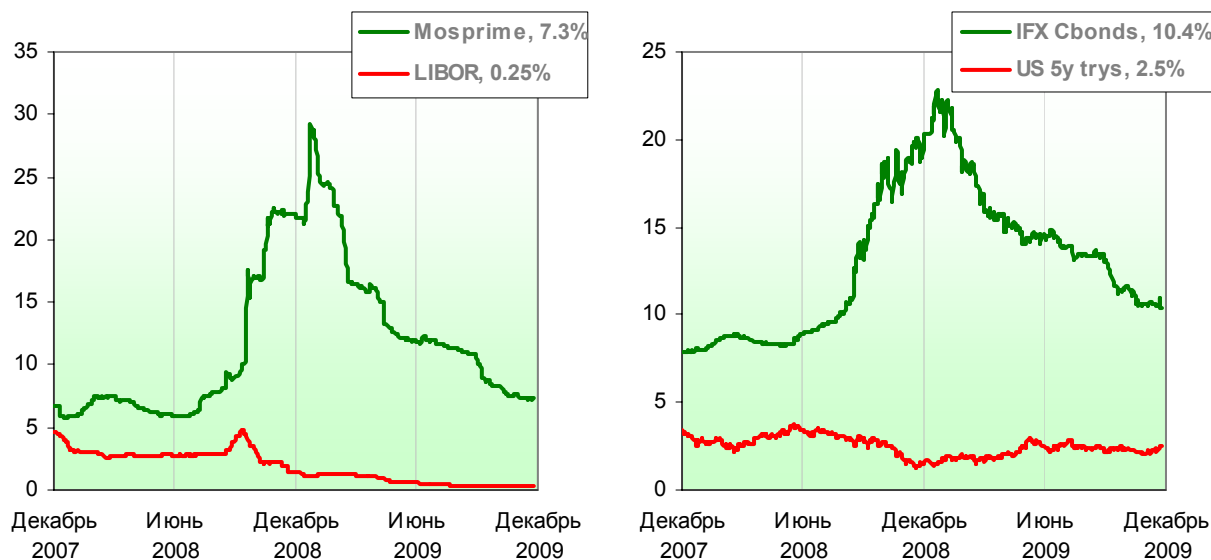
### Рынки облигаций и процентные ставки

Рынки облигаций в целом чувствовали себя лучше рынков акций, однако и здесь не все так радужно, как выглядит на графиках индексов, построенных, как правило, по достаточно надежным облигациям. Так, мы видели огромное количество дефолтов по облигациям 3-го эшелона в России, когда инвесторы теряли все вложенные средства. Если сравнивать индексы совокупного дохода (Total Return) по индексам корпоративных облигаций IFX-Cbonds (российские рублевые облигации) и JPMorgan US Aggregate Bonds (облигации эмитентов в США), то их доходность за 2 года сопоставима (+19% в рублях против +13% в USD), хотя и не в пользу рублевых облигаций, если считать в одной валюте. Но в 2009 году российские облигации показали уверенное опережение (+30% против +5%)



Динамика процентных ставок в России (Mosprime 3-мес. для межбанка и IFX-Cbonds для рынка корпоративных облигаций) была четко инвертированной относительно стоимости финансовых активов. На западе ставка LIBOR 3m подсаживала только в разгар кризиса после банкротства Lehman Brothers, но впоследствии быстро опустилась вслед за ставками ФРС - вливания ликвидности со стороны американского ЦБ постепенно свели ставку межбанка до минимального уровня (0,25%). Одними из немногих инструментов, ставших «тихой гаванью» на время кризиса, стали американские гособлигации (Treasuries), но доходность по ним не превысила 2-3% годовых.





Таким образом, основными событиями в ценах активов за 2009 г. стали:

- ☑ постепенное укрепление рубля после его «плавной девальвации»;
- ☑ плавный рост золота на фоне инфляционных ожиданий и выхода из доллара;
- ☑ постепенное восстановление цен на нефть и промышленные металлы (медь вышла на уровень начала 2008 г., нефть устойчиво удерживает уровни в \$70...\$80/баррель);
- ☑ опережающая динамика российского фондового рынка по сравнению с развитыми, и большинством развивающихся;
- ☑ приближение рублевых индексов акций в нефтегазовом секторе и металлургии к уровням двухлетней давности;
- ☑ сильный восстановительный рост акций в других секторах, но пока что еще не позволяющий говорить о возврате на докризисные уровни;
- ☑ планомерная нормализация процентных ставок.

## Последствия кризиса

Кризис уничтожил идею глобальной **диверсификации активов** в инвестиционном портфеле, поскольку она, как выяснилось, не позволяет избежать убытков. Для кого-то, это будет основанием для выбора более активных инвестиционных стратегий. Но истина, как нам кажется, осталась прежней - нет универсального средства получения дохода сверх минимальной ставки доходности без принятия дополнительного риска. Этот риск рано или поздно даст о себе знать, а попытки предугадать, когда риск реализуется, сами по себе рискованны.

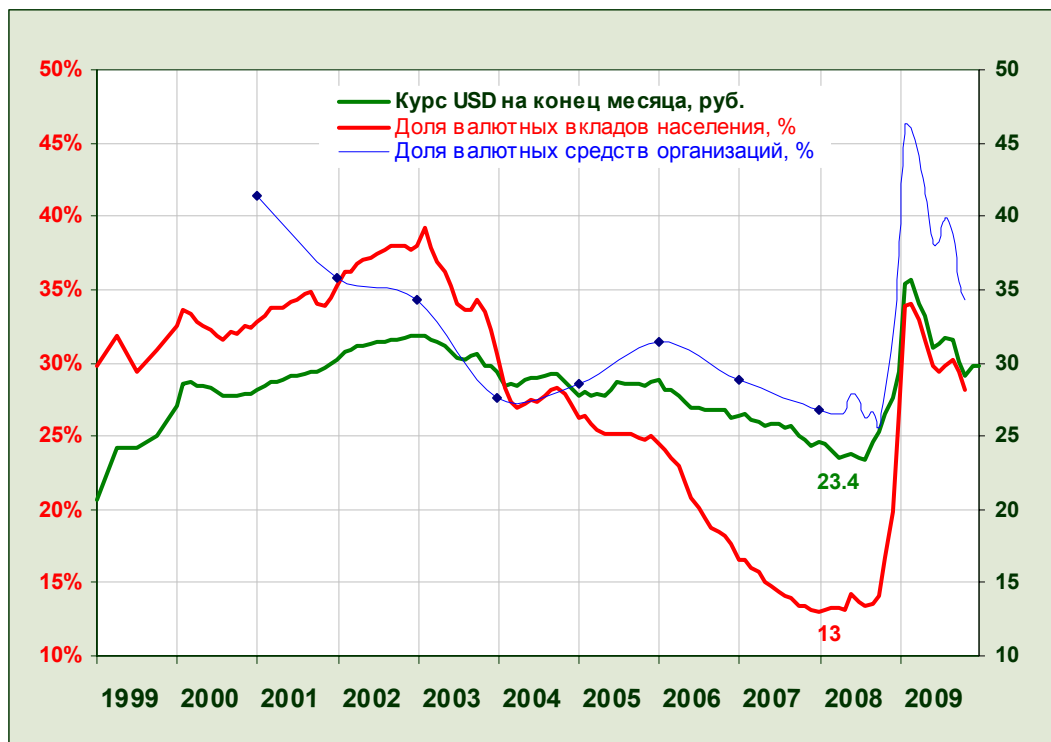
**Для России** кризис, возможно, был даже полезен. Он, с одной стороны, ярко высветил нерешенные проблемы - отсутствие «длинных денег», механизмы использования накопленных резервов и др., а с другой стороны, сделал полезную передышку в том, во многом несбалансированном росте экономики, который происходил до кризиса. Рост безработицы не перерос в настоящую проблему, а создал стимулы для роста эффективности, превышения в будущем роста производительности над ростом заработной платы. Наконец, кризис поставил черту под наполеоновскими планами «удвоения ВВП» и заставил пересмотреть акценты с количественного роста на его качество. «Модернизация» Медведева находится в этом русле, хотя мы не разделяем странное желание «слезть с нефтяной иглы» и во что бы то ни стало изменить структуру экспорта. С экспортом у нас как раз все в порядке - нам нужно решать внутренние инфраструктурные проблемы, улучшать качество жизни и «модернизировать» отношения между государством и обществом.

Конечно, в столь внушительном снижении экономики (>10% по ВВП от пика до дна, что является максимальным падением среди крупнейших стран мира G20) следует винить Правительство и Банк России. Они испугались первыми и устроили «плавную» девальвацию рубля, тем самым предложив всем перевести ликвидные активы в иностранную валюту и лишив экономических агентов каких-либо явных ориентиров на



несколько месяцев. В результате мы наблюдали новую «долларизацию» финансовой системы, внезапную остановку экономики, прежде всего, в сфере инвестиций.

### Курс рубля к доллару США и «долларизация» вкладов населения и счетов организаций



Источник: Банк России, расчеты ФГ «Ермак»

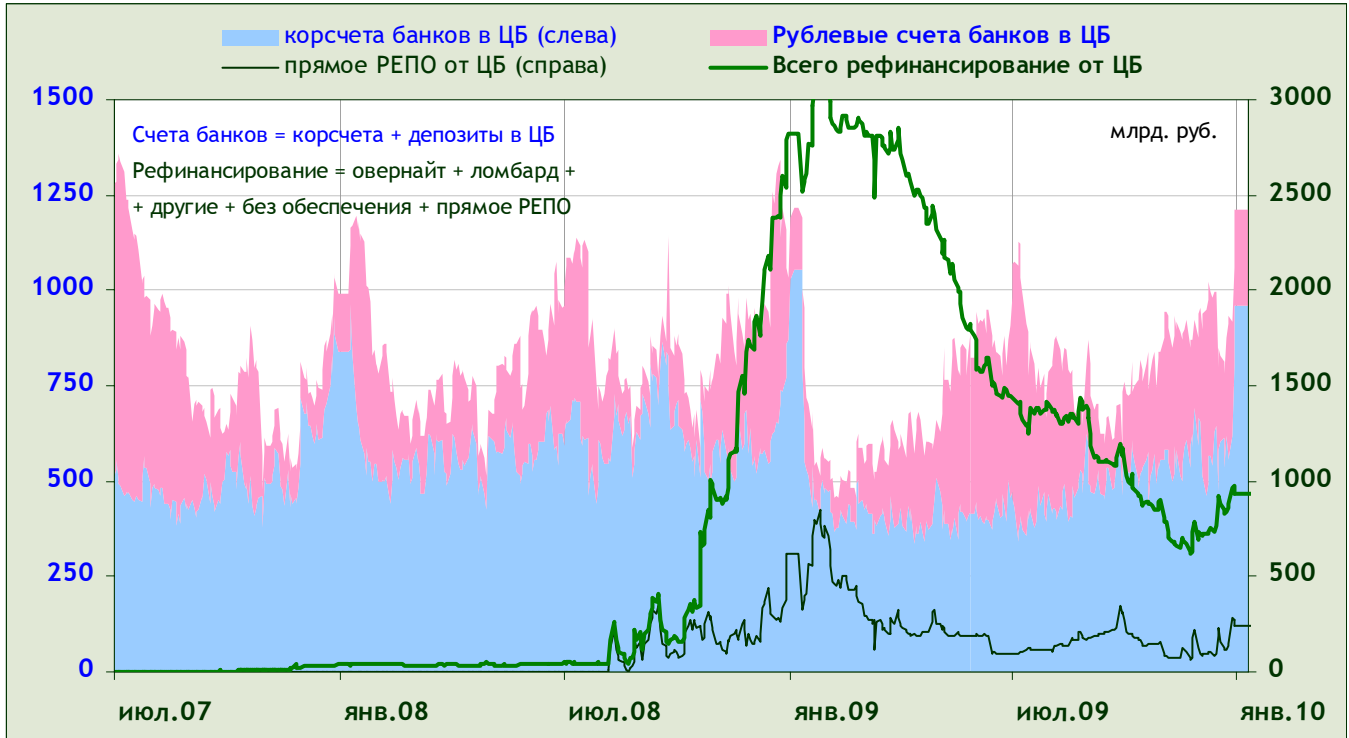
Впрочем, нет смысла сильно ругать Правительство, Банк России, Президента, Кудрина... Все они не боги и действуют в рамках того коллективного разума и предрассудков, которые созданы историческими обстоятельствами и не могут быть изменены в одночасье. Хотя нет - последнего следовало бы уволить или отправить на почетную пенсию, сказав «спасибо» за сохраненные, но неиспользованные в нужный момент валютные резервы и фонды Правительства. «Мавр сделал дело, мавр может уйти».

«Жить по средствам», как оказалось, не просто философская или житейская мудрость, а серьезная макроэкономическая проблема. Дело в том, что суверенное государство, имеющее собственную национальную валюту, обязано отступить от этого правила в кризисный период. Когда экономические агенты стараются больше сберечь, возвращать долги, чем тратить, возникает одновременно недостаток ликвидных активов и дефицит спроса на реальные товары и услуги, что приводит к росту процентных ставок, снижает экономическую активность, превращает даже хороших заемщиков в плохих. Задача государства и Центрального банка восполнить недостаток спроса на реальных рынках и представить необходимую ликвидность банковской системе. Причем именно через дефицит бюджета, финансируемый Центральным банком, как бы кощунственно это не звучало для монетаристов.

В США завуалировано была реализована именно эта схема: ФРС выкупило никому не нужные длинные ипотечные обязательства (MBS), а продавцы MBS купили новые казначейские обязательства. В итоге банки получили от ФРС избыточной ликвидности на >\$1 трлн., автоматически приведя ставки на межбанке к нулю, а бюджет на аналогичную сумму профинансировал свои дополнительные расходы, чем уже обеспечил рост экономики в 3 квартале 2009 г.

В Европе дела обстоят сложнее, потому что монетарная интеграция пока существует отдельно от политической. Каждое отдельное государство еврозоны явно ограничено, чтобы в нужный момент «жить не по средствам». Отсюда возникают проблемы с рейтингами у наиболее перегруженных долгами стран (PIGS). Хотя всем понятно, что ЕЦБ не допустит дефолта ни одной страны-участницы еврозоны, проблемы политического характера и с рейтингами ещё будут напрягать.

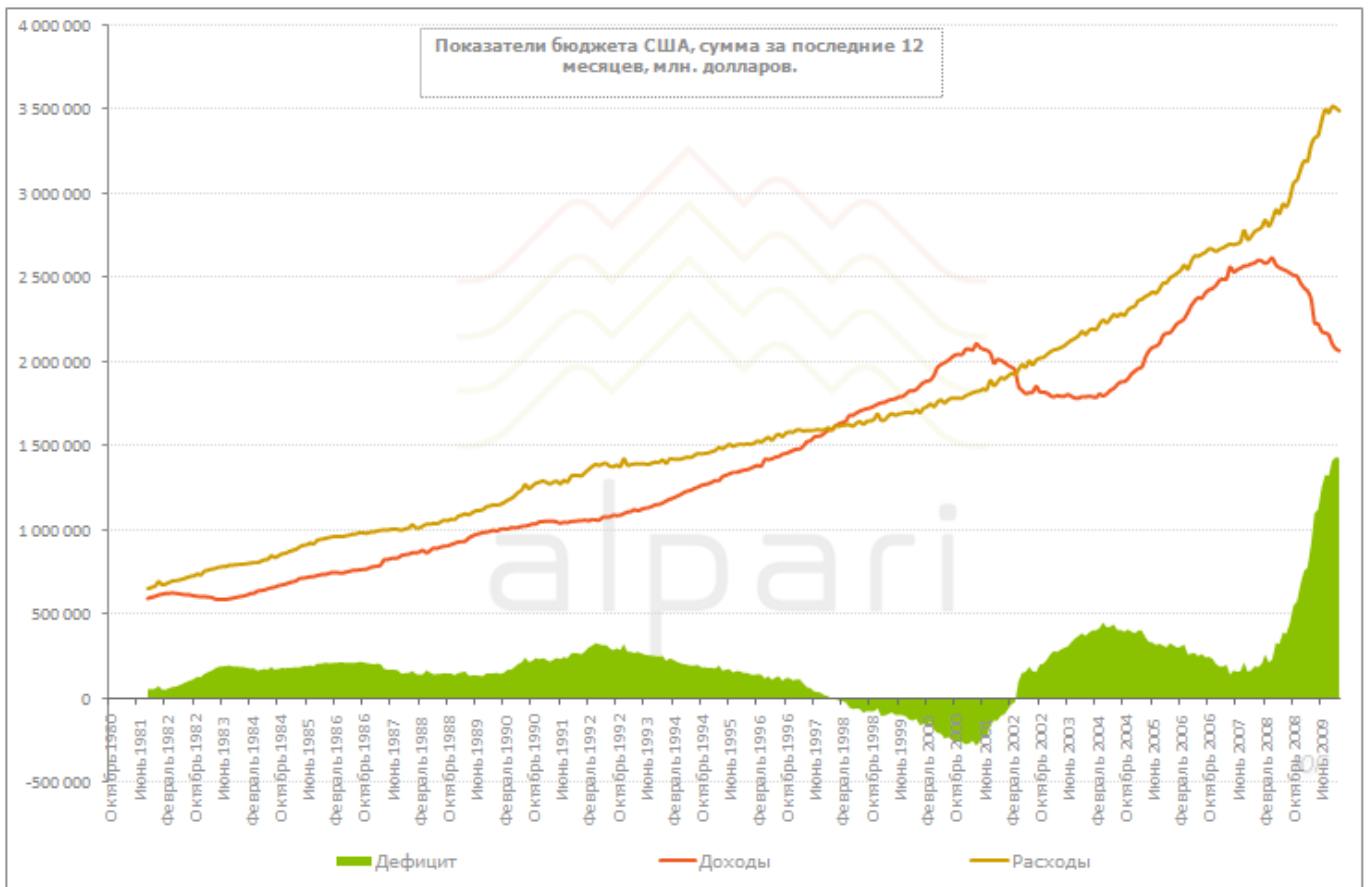
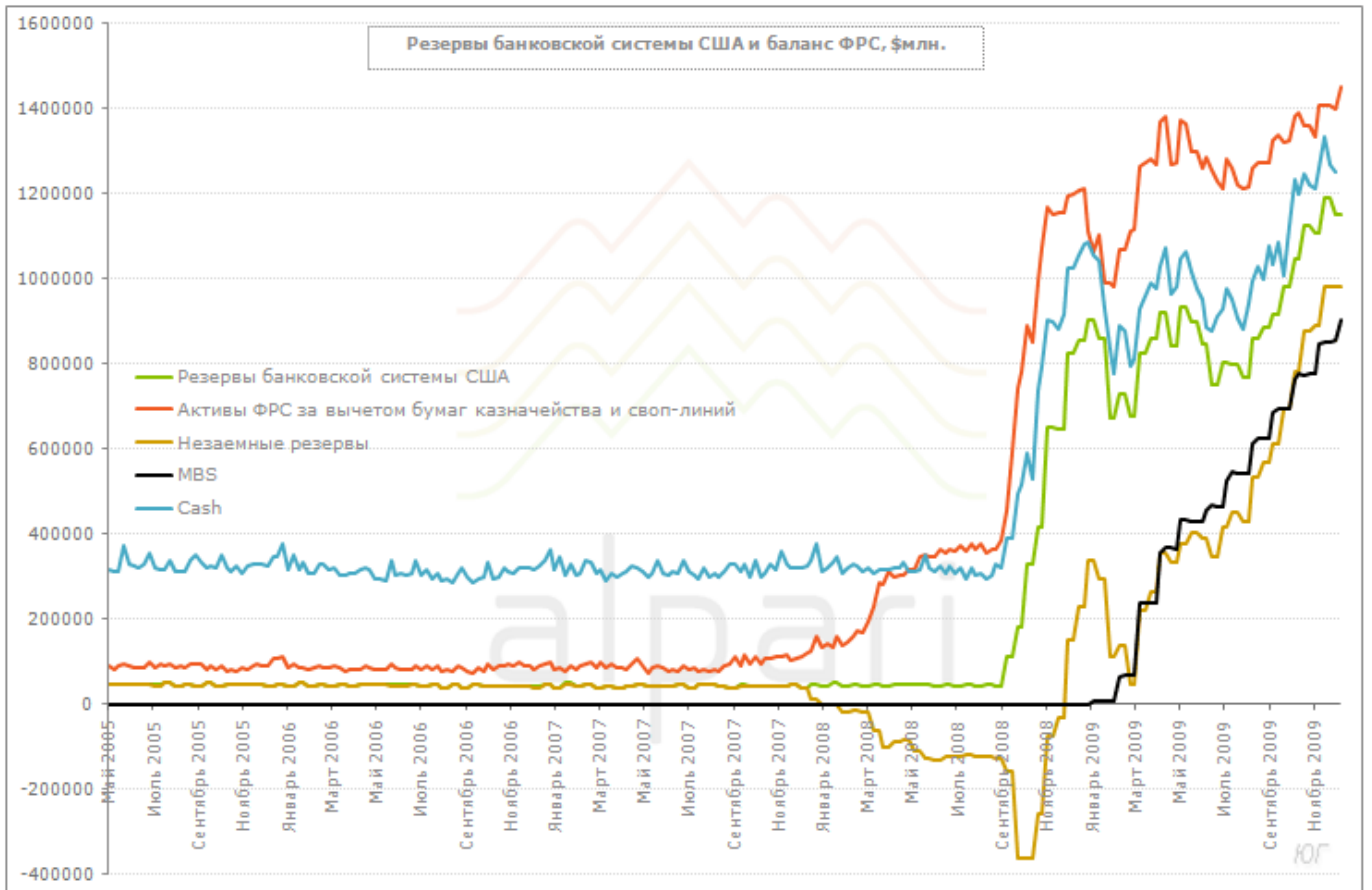
Банк России в разгар кризиса осуществил беспрецедентные вливания в банковскую систему (впрочем, так поступили многие центральные банки мира). На пике чистый долг банков перед ЦБ достигал 3 трлн. рублей. Все эти средства российские банки вложили в иностранную валюту, купленную у того же ЦБ. Это необходимо было, чтобы сбалансировать валютные активы и пассивы при массовом бегстве владельцев банковских счетов в валюту при «плавной девальвации». На девальвации рубля банки (за исключением некоторых) почти ничего не заработали, зато сохранили свой капитал от валютных убытков.



Источник: Банк России, расчеты ФГ «Ермак»

В течение года банки сократили кредиты от ЦБ с ~3 до ~1 трлн. руб. как за счет вливания в экономику средств резервного фонда, так и наметившейся в последние месяцы «дедолларизации». Гораздо лучше для экономики было, если бы не ЦБ, а бюджет вливал средства сразу в экономику, но наш бюджет сначала решил «подзаработать» на девальвации, а уж потом начать тратить средства. Такой бухгалтерский подход абсурден по своей сути, потому что всё, что якобы «заработал» бюджет будет так же «напечатано» Банком России. Способ разный - эффект тот же, но запоздалый.

Для отслеживания мировых тенденций рекомендуем [блог Егора Сусина](#) (аналитика брокера «Альпари»). Егор в ежедневном режиме выкладывает графики по выходящим макроэкономическим данным. Комментарии автора обычно достаточно скептически, во многом мы с ним не согласны, но это несколько не принижает полезность его труда. Все ключевые графики Егор на днях собрал в итоговой заметке «Попытка понять уходящий год и заглянуть в грядущий» <http://ugfx.livejournal.com/246312.html>.



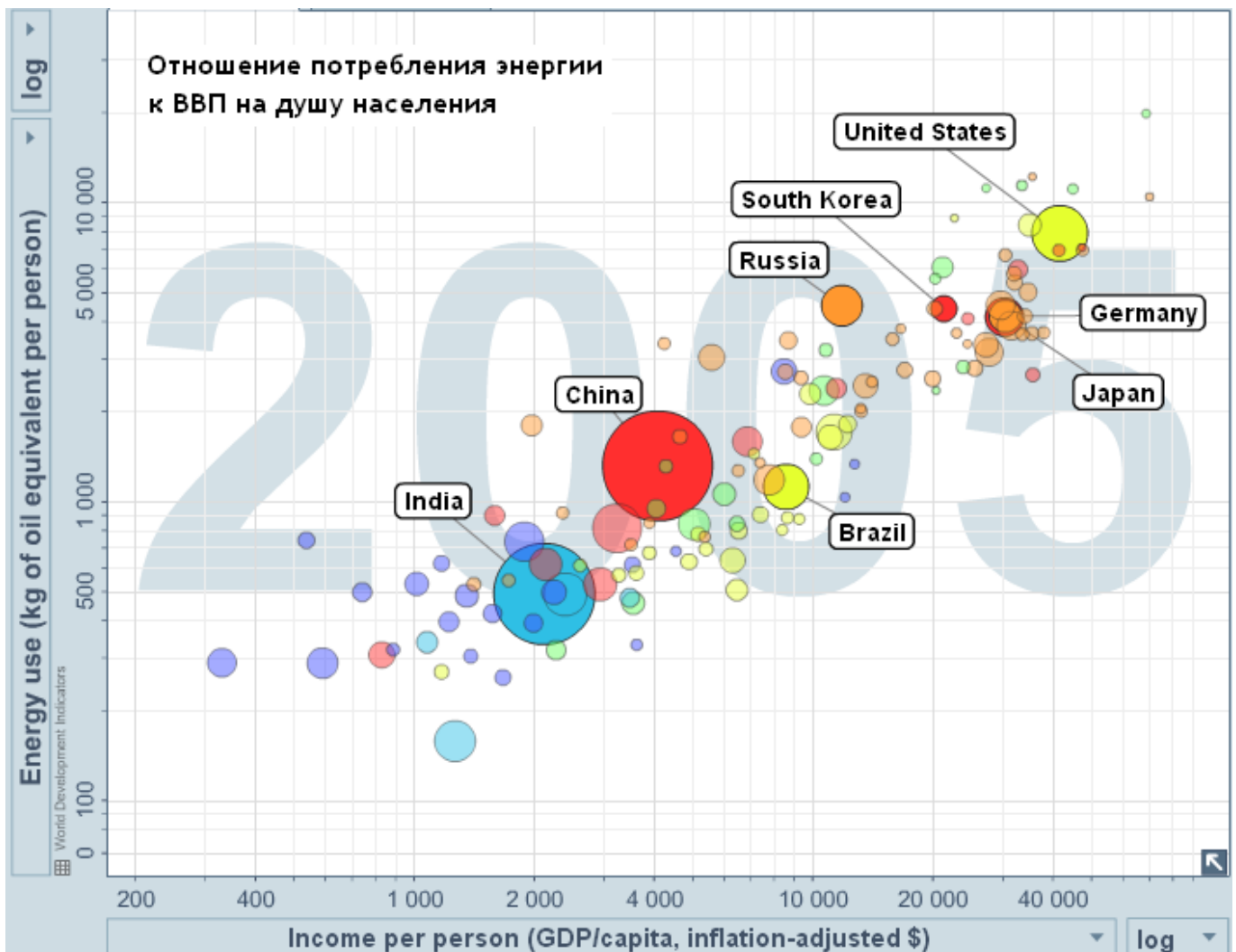
## НАШИ ПРОГНОЗЫ НА 2010 ГОД

### О глобальных тенденциях

Мы ожидаем стабильной ситуации в мире. Финансовые рынки будут пробовать играть на различных идеях, но вряд ли смогут надуть какой-либо пузырь. Для глобальной экономики в 2010 году будет характерно следующее:

- ☑ Отсутствие роста или очень медленный рост экономики в развитых странах; ситуация с безработицей стабилизируется, но вряд ли существенно улучшится; инфляция сохранится на низких уровнях, что вряд ли приведет к росту процентных ставок ЦБ (разве что символическому с 0,25 до 0,5-1% для ФРС).
- ☑ Китай сохранит высокие темпы роста и поддержит спрос на сырьевых рынках.
- ☑ Рынки недвижимости в мире стабилизируются, в России возможен небольшой (в пределах инфляции) рост цен на жилую недвижимость при снижении процентных ставок и восстановлении ипотеки.
- ☑ Цены на сырье могут остаться на достигнутых уровнях или немного снизиться (идея инфляционного роста сырья может поддерживаться только постоянным притоком средств инвесторов в сырьевые фонды). Пожалуй, долгосрочно только цены на нефть имеют сильную фундаментальную основу.

Потребление энергии на душу населения в слаборазвитых странах в разы меньше, чем в развитых странах, а численность населения - в разы больше. Поэтому даже при энергосбережении и сокращении потребления энергии в развитых странах, глобальный спрос на энергоносители продолжит рост. А дополнительный спрос на нефть можно удовлетворить только за счет разработки запасов «дорогой» нефти.



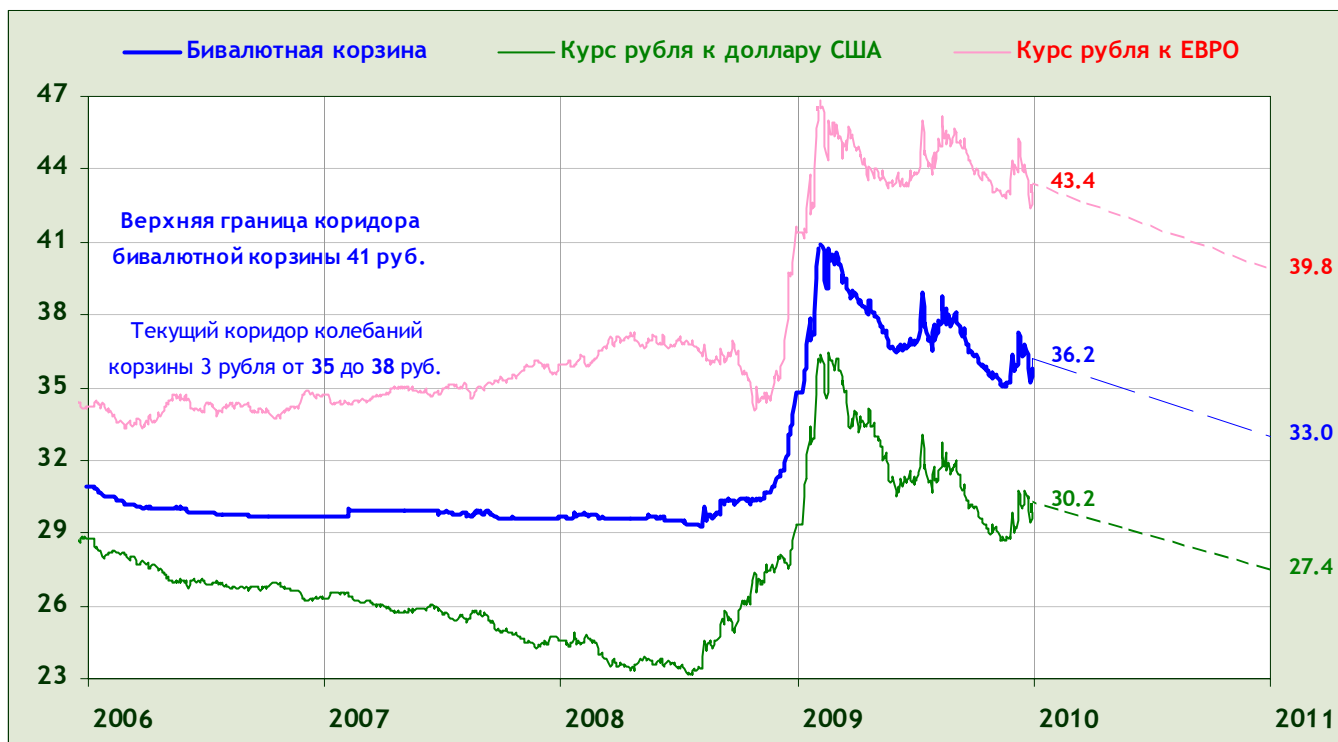
Источник: [graphs.gapminder.org](http://graphs.gapminder.org) (размер круга = население страны)

- ☑ Мы ожидаем цены на нефть в 2010 году на среднем уровне в \$75 за баррель марки Brent. В результате в России сохранится сильный платежный баланс и приток валюты в страну по текущему счету на уровне 2009 года (+\$51 млрд.). Эти средства должен будет либо купить Банк России, либо «вывезти» частный сектор (в виде иностранных инвестиций, увеличения средств на валютных счетах резидентов или погашения внешнего долга).
- ☑ Курсы мировых валют вряд ли будут иметь ярко выраженную динамику. Курс доллара к евро сейчас выглядит привлекательнее (из-за бюджетных проблем стран PIGS), но в любой момент тенденция может развернуться. Ожидаем диапазон 1,4-1,5 при среднегодовом курсе 1,45.

## Курс рубля и процентные ставки

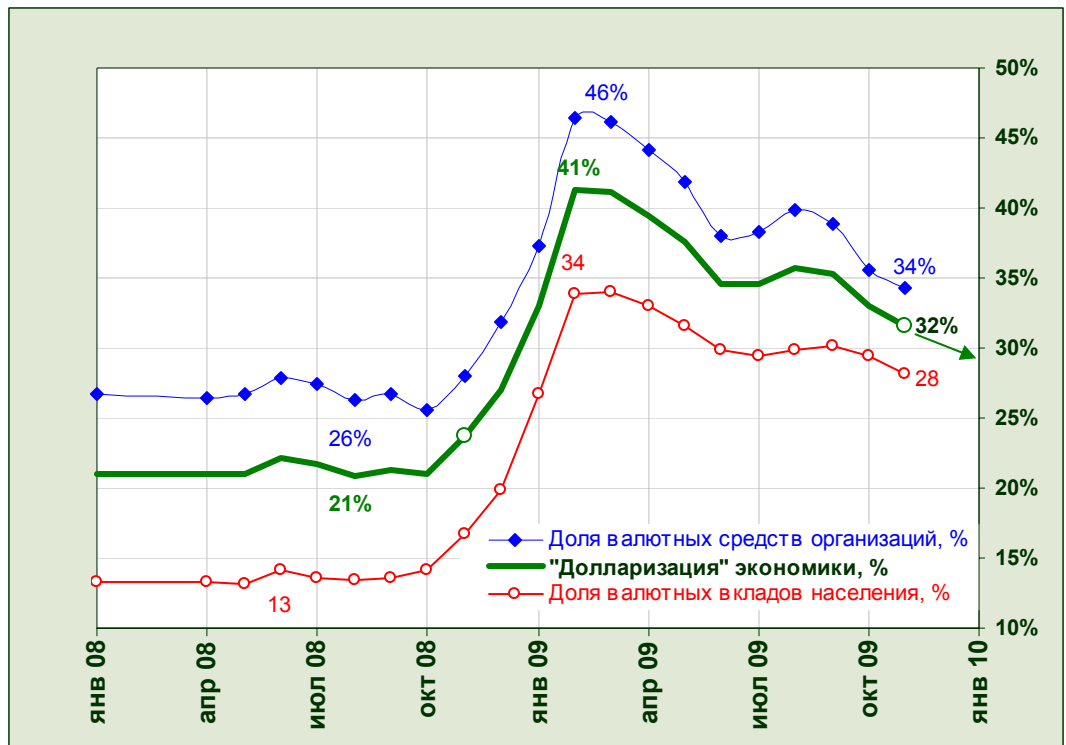
В 2009 году Банк России объявил своей целью постепенный переход к политике инфляционного таргетирования, для чего постепенно отказывается от своего участия в валютных торгах, не таргетирует валютный курс и пытается внедрить механизм управления процентными ставками как основную меру денежно-кредитной политики. При этом сейчас сохраняется достаточно широкий коридор предельных колебаний бивалютной корзины (состоит из 0,55 от курса доллара США и 0,45 от курса евро) - от 26 до 41 рубля, внутри которого действует 3-рублевый плавающий коридор, в рамках которого Банк России позволяет рублю свободно «плавать». Сейчас этот коридор находится на уровне 35-38 рублей за корзину (он плавно опустился с более высокого уровня в результате скупки Банком России валюты).

Официальные прогнозы и наши ожидания по притоку валюты в страну совпадают. Банк России будет вынужден покупать у резидентов валюту, чтобы не допустить сильного укрепления курса рубля. Мы ожидаем 9% номинального роста курса рубля.



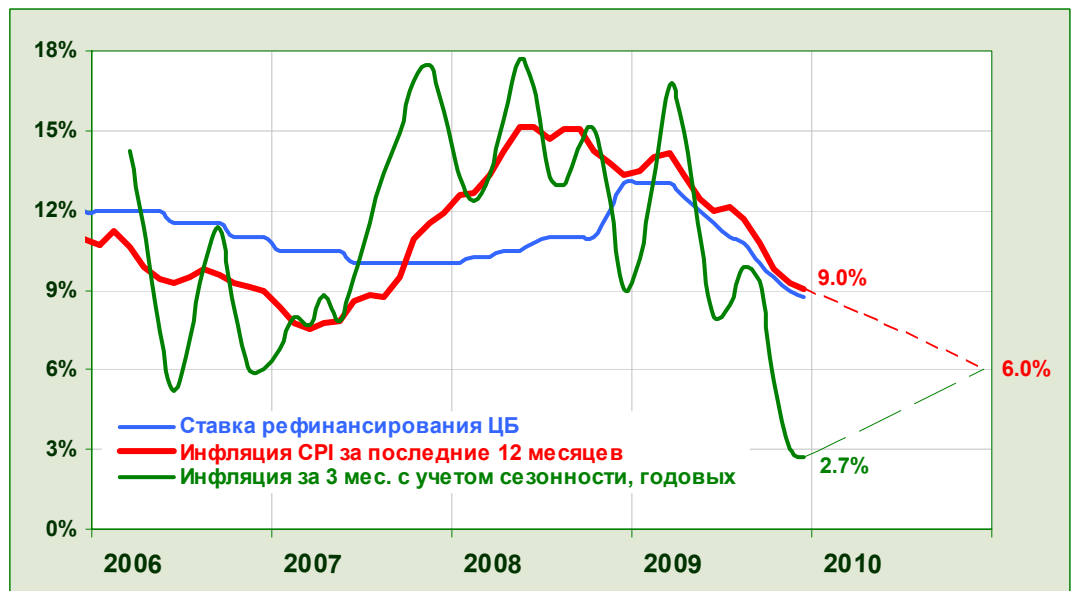
Источник: Банк России, прогноз на 2010 - ФГ «Ермак»

При движении бивалютной корзины ниже 35 рублей Банк России начнет снова активно приобретать валюту. Если нынешнее правило смещения плавающего 3-рублевого коридора корзины (вниз на 5 копеек при скупке \$700 млн.) сохранится, то Банку России купит -\$28 млрд. при движении нижней границы коридора с 35 до 33 рублей. Росту курса рубля может поспособствовать и сокращение «долларизации» банковских пассивов.



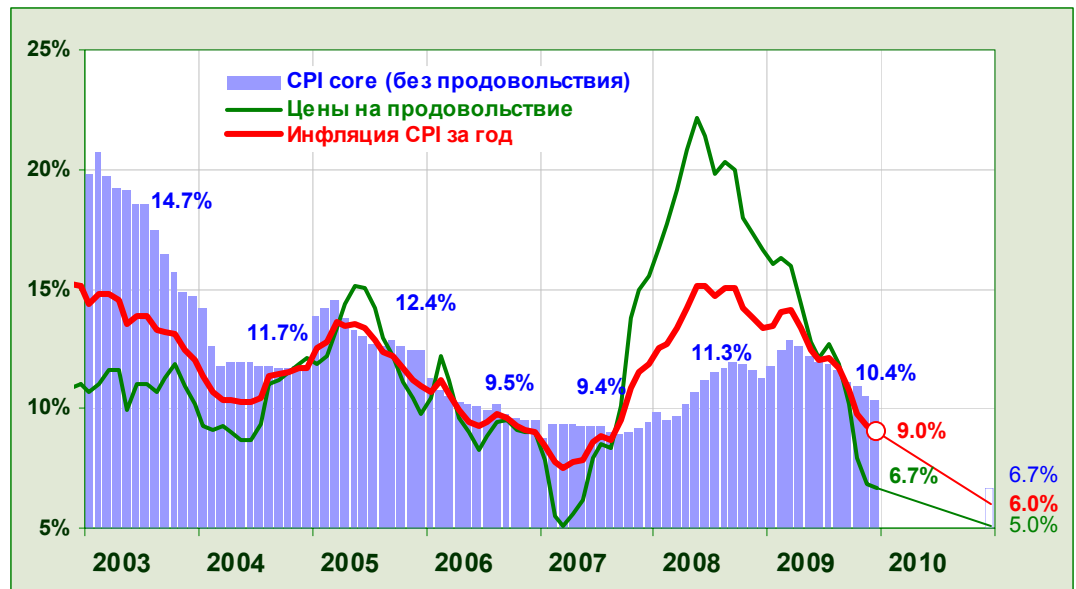
Источник: Банк России, расчеты ФГ «Ермак»

Для стимулирования кредитной активности и недопущения сильного укрепления рубля Банк России продолжит снижение своих процентных ставок. Ключевым сигналом для снижения ставок сейчас является понижение инфляции потребительских цен (CPI), измеряемой суммарно за последние 12 месяцев. Однако если посчитать инфляцию за три месяца с учетом фактора сезонности и в годовом исчислении, то в 4 квартале инфляция уже ниже 3% годовых. В этом есть, конечно, определенный эффект ревальвации курса рубля и низкого роста цен на продовольствие в 2009 году.



Источник: Росстат, Банк России, расчеты и прогноз на 2010 - ФГ «Ермак»

Мы ожидаем инфляцию за 2010 год на уровне 6% за год. К этому уровню может снизиться и ставка рефинансирования Банка России. Официальные прогнозы по снижению инфляции пока более консервативны (7-8%), возможно, они будут пересмотрены после прохождения сезонного всплеска инфляции в январе.

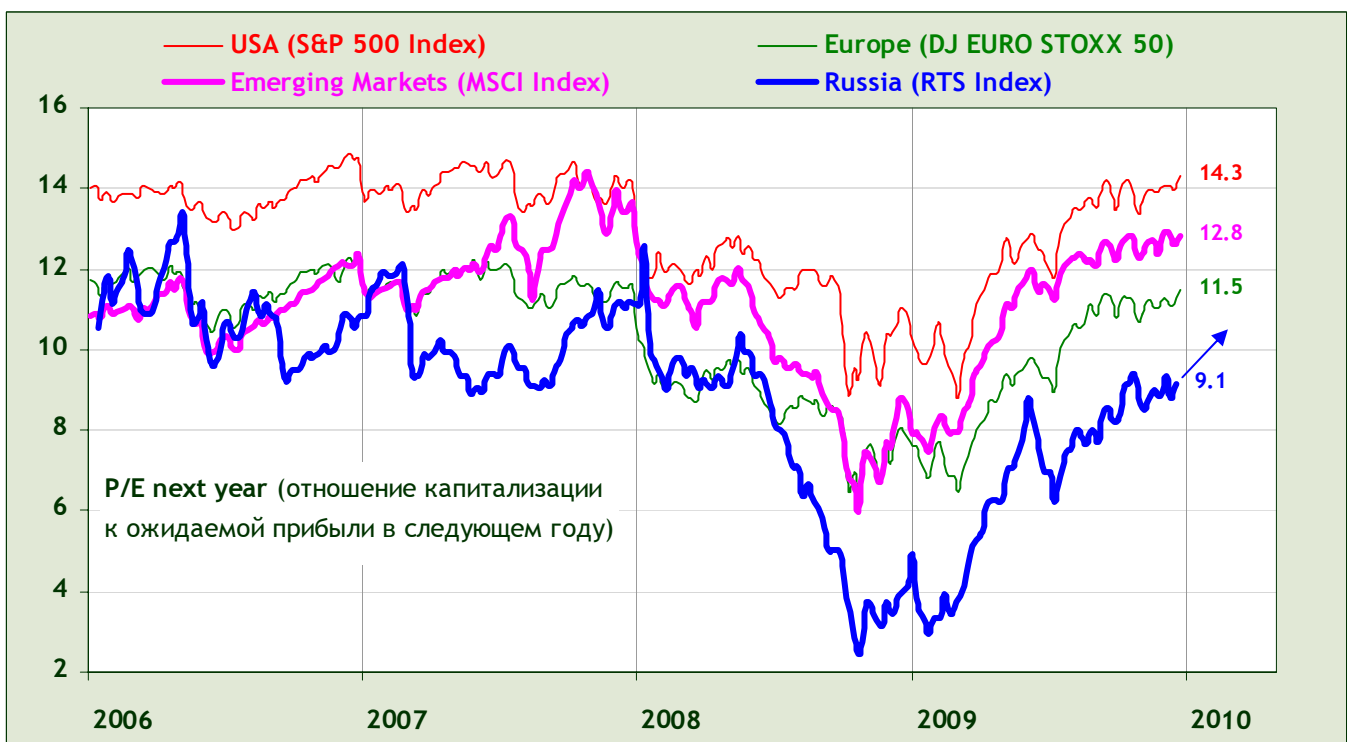


Источник: Росстат, Банк России, расчеты и прогноз на 2010 - ФГ «Ермак»

Снижение ставки рефинансирования ЦБ на 2.75% (до 6%) в большей степени повлияет на кредитные и депозитные ставки в банках, нежели на рыночные ставки по облигациям, которые уже учитывают в ценах дальнейшее снижение ставок и инфляции. Тем не менее, доходность по облигациям с дюрацией больше 1 года может снизиться на 1-2%, что обеспечит вложениям в рынок облигаций доходность в ~10-11% годовых для бумаг первого эшелона.

### Фундаментальная недооценка российского рынка акций

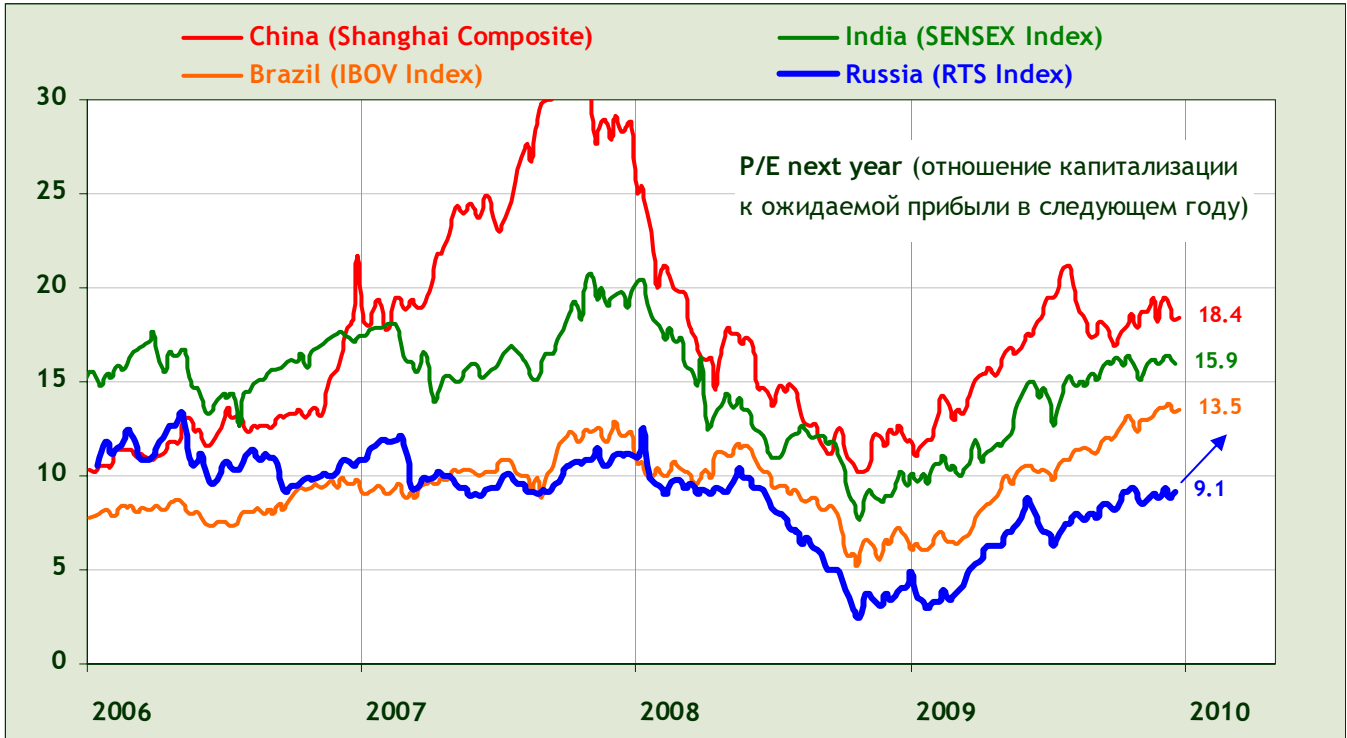
Большинство ключевых мировых фондовых рынков восстановилось к докризисным значениям, если смотреть по соотношению капитализации и ожидаемой прибыли компаний (P/E next year). Это значит, что при низких процентных ставках премия за риск по акциям ещё остается высокой, и говорить о «пузыре» на фондовых рынках рано. Мы не разделяем ожидания скорого повышения процентных ставок в США и Европе. По консенсусу цикл повышения ставок может начаться со второй половины 2010 года, но ожидания пока постоянно отодвигаются по времени.



Источник: Bloomberg



Российский фондовый рынок по восстановлению своего P/E пока отстает от других, но мы ожидаем, что в следующем году ситуация исправится. По P/E Россия может пойти следом за Бразилией, у которой текущие коэффициенты уже превзошли докризисные максимумы. Бразилия, как и Россия, в большей степени сырьевая идея, поэтому до кризиса на растущих ценах на сырье будущие коэффициенты к прибыли были занижены. В нынешней ситуации, когда рост цен на сырье уже не столь однозначен, прогнозные прибыли и коэффициенты должны не сильно отличаться от средних значений по другим рынкам. Даже при консервативном сценарии P/E России вернется в докризисный диапазон 10-12, что подразумевает рост акций на 10-30%.

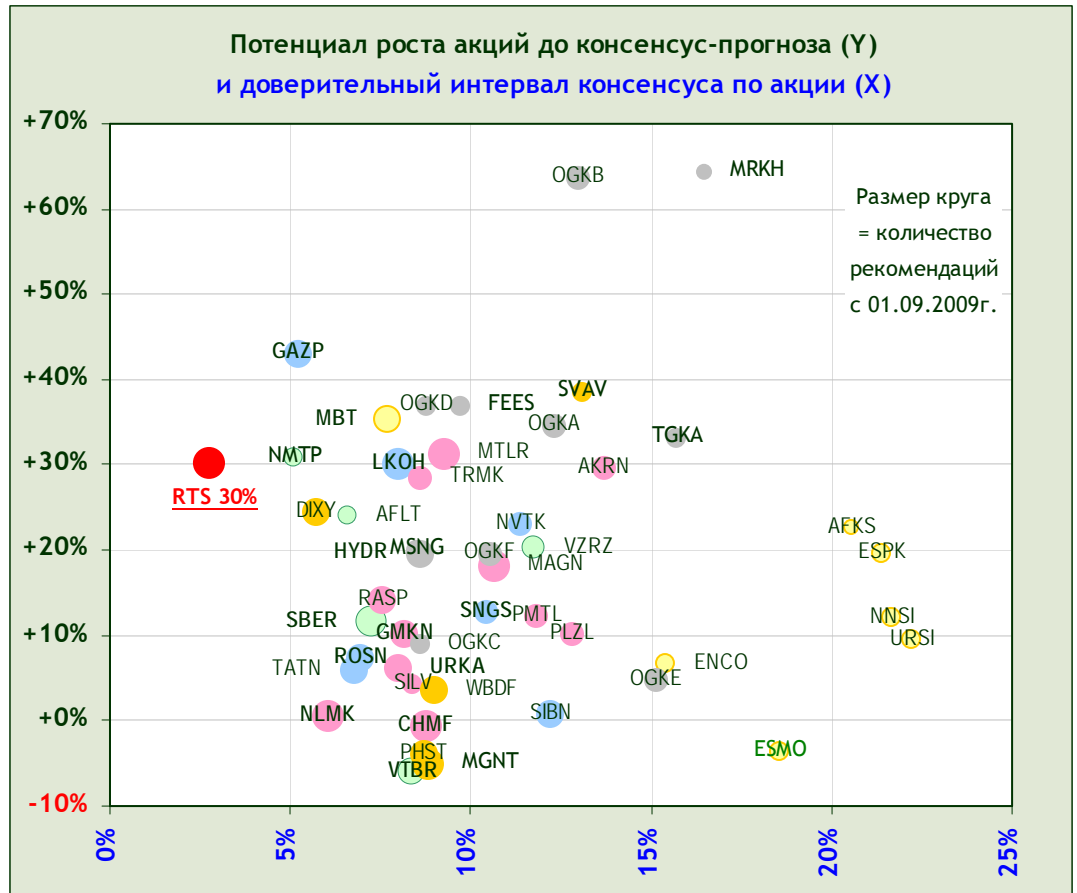


Источник: Bloomberg

Консенсус-прогноз по индексу РТС по рекомендациям 8 крупнейших инвестиционных банков составляет сейчас 1861 пункт и предполагает потенциал роста в 29%:



Потенциал роста по отдельным акциям уже не так разбросан, как полгода назад. Фаворитами у аналитиков остаются акции Газпрома и несколько акций в электроэнергетике (ОГК, МРСК, ФСК). Лидеры роста в 2009 году (металлурги, телекомы кроме МТС) в моменте имеют ограниченный потенциал роста.

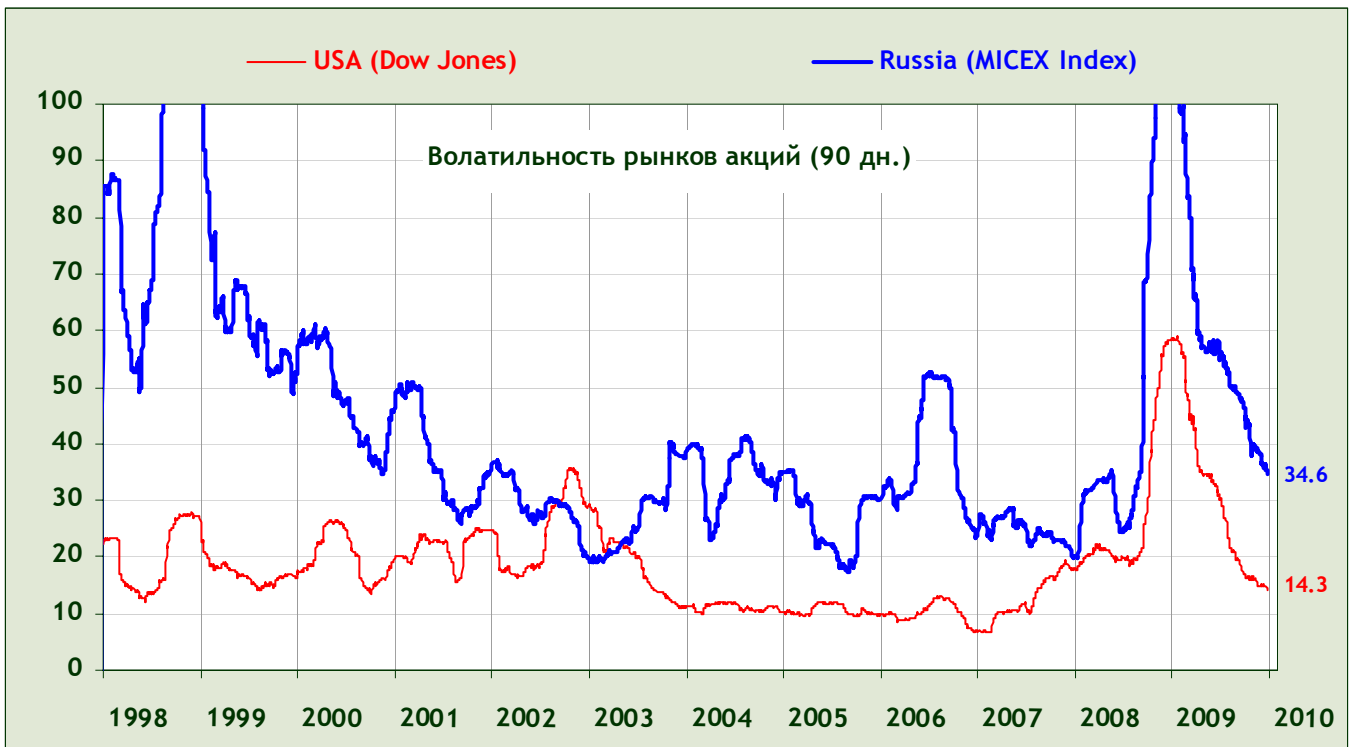


Источник: сбор и обработка данных ФГ «Ермак»

Мы считаем, что российский рынок акции продолжит свой рост, хотя уже не теми темпами, которые были в 2009 году. Наша цель по индексу RTS на 2010 год - 1900 пунктов, что подразумевает рост на 30% в долларах США от текущих уровней. По индексу ММВБ цель составляет 1630 пунктов и потенциал ~20% в рублях (при условии роста курса рубля к доллару на 9%; если ЦБ не даст рублю так укрепиться, индекс ММВБ вырастет существенно).

Что подтверждает нашу уверенность в дальнейшем росте фондового рынка России:

- ☑ Негативный фон для российского рынка из-за сильного падения экономики исчезнет в 2010, когда из-за эффекта низкой базы многие показатели будут показывать внушительный рост. ВВП может вырасти за 2010 год на 5%, если в 4 кв. 2009 и 1 кв. 2010 будет восстановление на 2% квартал-к-кварталу (такие ожидания уже есть в прогнозах экономистов), а в дальнейшем рост составит всего по 0.5% в квартал.
- ☑ Волатильность российского рынка акций ещё имеет потенциал снижения как относительно исторических значений, так и относительно других рынков. Перед очередным циклом роста волатильность всегда опускалась ниже 20 пунктов. А снижение волатильности обычно подразумевает плавный рост рынка без резких движений как вверх, так и вниз. Аналогично мы ожидаем продолжения снижения волатильности на американском рынке акций (по индексу VIX)



Индикатор волатильности американского рынка акций - индекс VIX - продолжит снижаться:



Источник: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

- 5-летние CDS на российский суверенный долг в иностранной валюте, размер которого составляет только ~3% ВВП, продолжают оценивать риск дефолта России на достаточно высоком уровне (стоимость страховки 1,85% в год). До кризиса страховка стоила 0.4-1%. Риск инвестиций в Россию завышены и будут снижаться.

## Кредитно-дефолтные свопы (CDS) на Россию имеют существенный потенциал снижения:

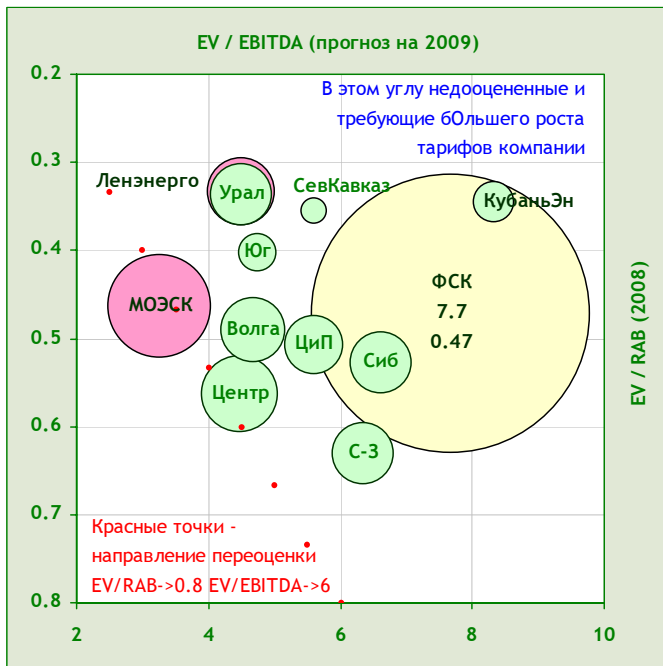
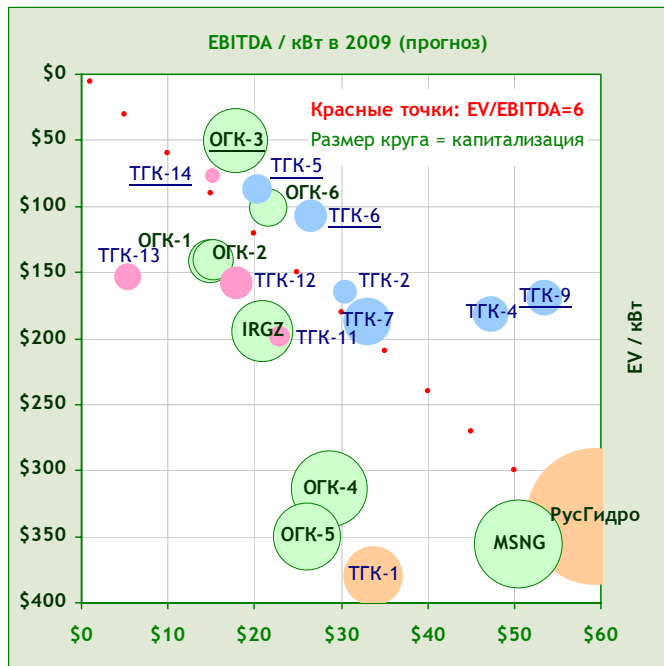
Источник: [www.bloomerg.com](http://www.bloomerg.com)

## Отраслевые идеи на российском рынке акций

Отрасль	Ожидания	Условия реализации идеи	Защитная*
Банки	Лучше рынка	Рост прибыли, снижение резервов, рост кредитования. SBER - наш выбор. VTBR, VZRZ - неочевидны.	
Энергетика	Лучше рынка, но не все	Улучшение результатов. RAB в сетях, а затем в теплоэнергетике, сделки M&A (TGKI, MSRS)	
Нефть и газ	По рынку или лучше	Снижение дисконта к аналогам, изменение налогов - GAZP, LKOH. Дешевая TRNFP (идея RAB)	+
Телекомы	По рынку	Объединение на базе "Ростелекома". AFKS как "SOTP"	
Потреб.сектор	По рынку	Восстановление потребительского спроса	+
Транспорт	По рынку	Сохранение высокой рентабельности AFLT и NMTP	
Металлургия	Хуже рынка	Коррекция, рост под оживление рынка стали. CHMF, MAGN, RASP, MTLR - ждем коррекции, GMKN - по рынку.	
Девелоперы	Лучше рынка	Решение проблем, оживление рынка кредитования	+
Машиностроение	Нет сигналов	Оживление автомобильного рынка - SVAV, KMAZ. Обеспеченность заказами - SILM. Ждем появления сигналов.	+

\* Защитная стратегия предполагает динамику «лучше рынка» на коррекциях рынка.

В электрогенерации нашими фаворитами являются акции ТГК-4 и ТГК-9, так как они наиболее недооценены по соотношению EBITDA/кВт и EV/кВт. Но многое в акциях генерирующих компаний станет ясно после результатов 1 квартала 2010, когда будет виден эффект повышения цен на электроэнергию, тепло и газ. Среди сетевых компаний интересны акции МОЭСК, МРСК Урала и МРСК Холдинга. По Холдингу кратко-срочно негативно влияет фактор ожидания допэмиссии акций, а по другим компаниям - пока неизвестны параметры RAB и сроки перехода на RAB, что является дополнительным риском.



Источник: расчеты ФГ «Ермак»

Консолидация дочек «Связьинвеста» на базе «Ростелекома», даже после великолепного роста МРК в 2009 году, оставляет ещё потенциал у отдельных компаний в случае их справедливой оценки относительно «Ростелекома». По нашим расчетам обыкновенные акции «Ростелекома» стоят в ~2 раза дороже МРК, в результате чего МРК могут подрасти в цене на ~50%, а Ростелеком - снизиться на 30%. Интересны к покупке акции Волгателекома (обыкн. и прив.), Сибирьтелекома и Дальсвязи (обыкн.)

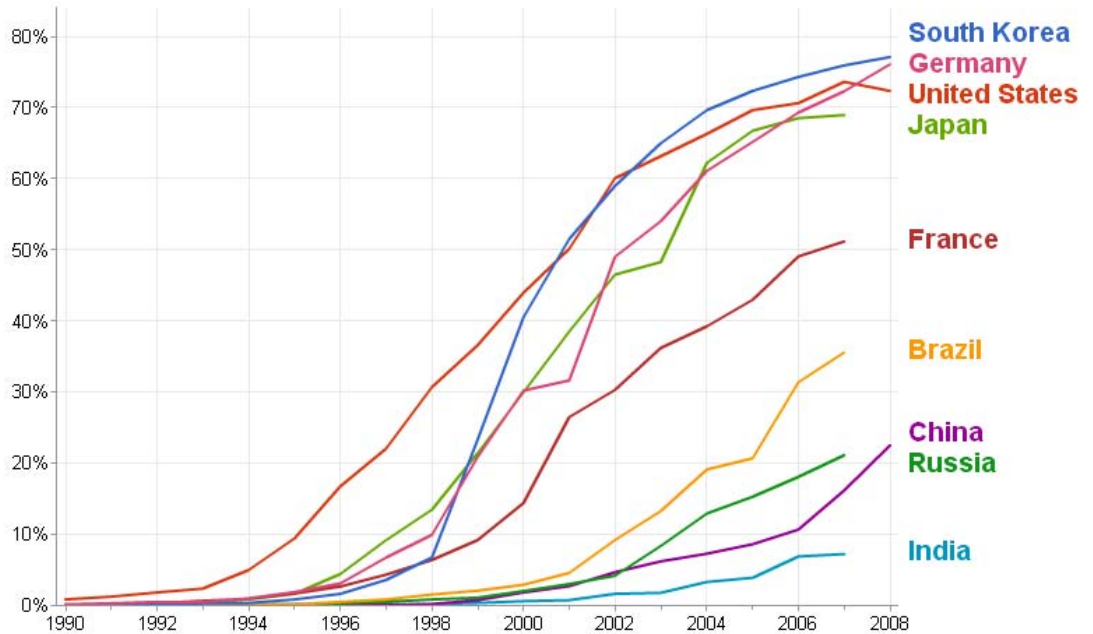
**РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ СВЯЗЬИНВЕСТА: ао МРК на RTKM, ап МРК на 80% RTKM**

Company	Price, rub.	Upside %	MCap, mln.rub.	NDebt/ EV09	EBITDA 2009F	mln.rub +09/08	EV09/ EBITDA	FairEV/ EBITDA	Pref/ Ord.	Upside pref. %
Ростелеком	150	-28%	124 652	-17%	11 980	-14%	8.9	6.0	43%	+17%
Уралсвязьинформ	0.78	+38%	30 134	41%	15 617	+10%	3.3	4.0	78%	+41%
ВолгаТелеком	89.29	+57%	27 394	24%	13 601	+12%	2.7	3.8	74%	+69%
Дальсвязь	93.00	+56%	11 228	34%	6 339	+11%	2.7	3.7	81%	+55%
СЗТ	21.15	+45%	22 686	35%	11 839	+17%	2.9	3.8	77%	+51%
Сибирьтелеком	1.40	+61%	21 229	48%	14 234	+9%	2.9	3.8	81%	+59%
Центртелеком	18.05	+37%	35 174	37%	17 759	+24%	3.2	3.9	70%	+56%
ЮТК	4.11	-24%	15 087	58%	8 499	+12%	4.2	3.8	73%	-17%
<b>Всего сейчас</b>		+11%	287 584	91 082	99 867	+2%	3.8	4.8		
<b>"RTKM new"</b>	<b>108.18</b>	<b>-28%</b>	<b>308 123</b>	<b>22%</b>	<b>99 867</b>		<b>4.2</b>			
<b>"RTKMP new"</b>	<b>75.73</b>	<b>+17%</b>	<b>18 395</b>		8% в УК				70%	+17%
доля государства			54% в ао		50% в УК					
доля миноритариев МРК			46% в ао		42% в УК					
<b>МТС, внутр.</b>	<b>221.48</b>		<b>441 482</b>	<b>16%</b>	<b>127 737</b>	<b>+0%</b>	<b>4.2</b>			
МТС / "RTKM new"			135%		128%		100%			

Источник: расчеты ФГ «Ермак»

По количеству пользователей Интернет Россия ещё далека от насыщения рынка, а скорость проникновения интернет-услуг, очевидно, пойдет по модели более развитых стран, тем более что уже есть прецедент - развитие мобильной связи. МРК сегодня основные игроки на рынке широкополосного доступа и им вполне по силам удержать лидирующие позиции, в отличие от истории с мобильной связью, когда «Связьинвест» растерял все свои конкурентные преимущества. Поэтому интерес к акциям объединенного «Ростелекома» может сохраниться и после консолидации.

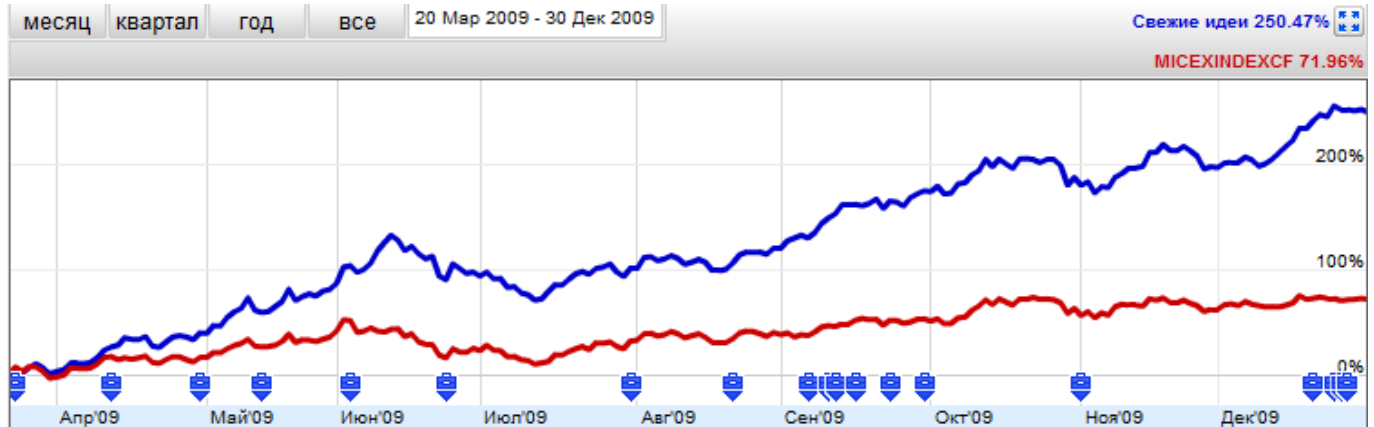
Количество пользователей Интернет:



Источник: World Bank, www.google.com

Портфель свежих идей

Для внутренних нужд мы два года ведем так называемый «Портфель свежих идей». С 20 марта 2009 года стали транслировать наши «свежие идеи» на сайте [www.tikr.ru](http://www.tikr.ru) (под именем [truevaluator](http://truevaluator)). С тех пор портфель начальной стоимостью 100 тыс. рублей вырос в 3,5 раза до 350 тыс. при росте индекса ММВБ за этот период на 72% (опережение на +103%).



Источник: <http://truevaluator.tikr.ru/portfolio/chart.php?pid=456179442>

В текущем портфеле у нас находятся следующие идеи: акции Газпрома, Лукойла, Транснефти пр., Сбербанка об., Группы ЛСР, Волгателекома пр., ТГК-4, ТГК-9, МОЭСК и МРСК Урала.

Ресурс [www.tikr.ru](http://www.tikr.ru) позволяет также делать прогнозы, какие акции опередят индекс ММВБ. По прогнозам составляется рейтинг участника. В наши прогнозы (в отличие от портфеля) попадают, как правило, те акции, в которых у нас больше уверенности относительно их опережающей динамики относительно индекса.

## Макроэкономические данные и прогнозы

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010F	2011F
Цена нефти Brent, \$/барр., средняя	28.83	38.27	54.38	65.14	72.39	97.69	63.98	75	77
Курс доллара США, средний	30.65	28.81	28.30	27.18	25.57	24.85	31.74	28.61	27.41
Курс USD/EUR, средний	1.13	1.24	1.27	1.25	1.37	1.47	1.39	1.45	1.45
<b>ВВП России, млрд. \$</b>	<b>432</b>	<b>592</b>	<b>764</b>	<b>990</b>	<b>1295</b>	<b>1676</b>	<b>1229</b>	<b>1539</b>	<b>1768</b>
ВВП России, млрд. руб.	13243	17048	21625	26904	33111	41668	39019	44022	48465
Рост ВВП в постоянных ценах	7.3%	7.2%	6.4%	7.7%	8.1%	5.6%	-8.7%	5.0%	4.4%
Дефлятор ВВП	14.0%	20.1%	19.2%	15.5%	13.9%	19.2%	2.6%	7.5%	5.5%
<b>Индекс потребительских цен</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.7%</b>	<b>10.9%</b>	<b>9.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>13.3%</b>	<b>9.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.1%</b>
Продовольственные товары	10.2%	12.3%	9.6%	8.7%	15.6%	16.5%	6.7%	5.0%	6.5%
Реальные денежные доходы населения	14.9%	10.4%	11.1%	13.3%	12.1%	1.9%	1.3%	2.0%	6.5%
Средняя зарплата, руб.	5499	6828	8555	10634	13593	17290	18845	20375	22806
Средняя зарплата, рост за год	26.1%	24.2%	25.3%	24.3%	27.8%	27.2%	9.0%	8.1%	11.9%
<b>Объем промышленного производства</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>-10.8%</b>	<b>6.0%</b>	<b>3.3%</b>
Инвестиции в основной капитал	12.5%	10.9%	10.7%	13.7%	21.1%	9.8%	-16.1%	10.7%	10.5%
Оборот розничной торговли	8.8%	13.3%	12.8%	13.9%	16.1%	13.5%	-5.5%	2.0%	6.5%
<b>Денежная масса (M2)</b>	<b>3213</b>	<b>4363</b>	<b>6045</b>	<b>8996</b>	<b>13272</b>	<b>13493</b>	<b>15051</b>	<b>17552</b>	<b>20326</b>
Денежная масса (M2), рост за год	50.5%	35.8%	38.5%	48.8%	47.5%	1.7%	11.5%	16.6%	15.8%
Ставка рефинансирования ЦБ на конец	16.0%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%	13.0%	8.75%	6.0%	5.0%
Средняя ставка по кредитам банков до 1г.	13.0%	11.4%	10.7%	10.5%	10.0%	12.2%	15.2%	11.0%	9.0%
<b>Торговый баланс, млрд. \$</b>	<b>60</b>	<b>86</b>	<b>118</b>	<b>139</b>	<b>131</b>	<b>180</b>	<b>110</b>	<b>117</b>	<b>89</b>
Экспорт товаров	136	183	244	304	354	472	302	366	377
Импорт товаров	76	97	125	164	223	292	192	248	289
Счет текущих операций	35	59	85	95	77	102	51	51	9
Ввоз+ / Вывоз- капитала	-2	-8	0	41	82	-133	-54	-17	6
Изменение валютных резервов	26	45	61	107	149	-45	6	28	8
Международные резервы ЦБ, млрд. \$	77	125	182	304	479	427	441	476	491
<b>Индекс РТС на конец года</b>	<b>567</b>	<b>614</b>	<b>1126</b>	<b>1922</b>	<b>2291</b>	<b>632</b>	<b>1450</b>	<b>1900</b>	<b>2280</b>
Индекс РТС, рост за год	64%	8%	83%	71%	19%	-72%	129%	31%	20%

Источник: Росстат ([www.gks.ru](http://www.gks.ru)), Банк России ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)), прогнозы и расчеты - ФГ «Ермак»

Информация, представленная в данном аналитическом обзоре, получена из источников, внушающих доверие, но не гарантирующих ее достоверность. Рекомендации, содержащиеся в обзоре, основаны на личном мнении аналитиков Финансовой Группы «Ермак», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться в качестве оферты или просьбы совершить сделки с какими-либо ценными бумагами или финансовыми инструментами. Финансовая группа «Ермак», ее руководство и сотрудники не несут ответственности за прямые и косвенные потери или ущерб, возникший в результате инвестиционной деятельности, основанной на использовании информации, содержащейся в настоящем отчете.

Аналитический отдел Финансовой Группы «Ермак»:

Тунёв Виктор

[tunyov@ermak.ru](mailto:tunyov@ermak.ru)

Молчанов Яков

[molchanov@ermak.ru](mailto:molchanov@ermak.ru)