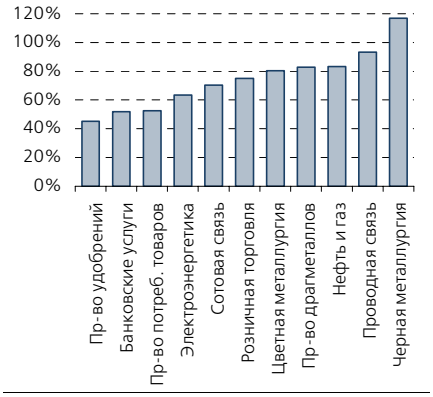
Тройка Диалог

Оценка российских секторов, % от иностранных аналогов



Источник: Тройка Диалог

Наш выбор

Нефть и газ	
	КазМунайГаз
	НОВАТЭК
	Сургутнефтегаз прив.
Черная металлургия	
	Магнитогорский МК
	Новолипецкий МК
Цветная металлургия	
	Peter Hambro Mining
	Уралкалий
Банк	
	Сбербанк
	Банк "Возрождение"
Телекоммуникации	
	МТС
	Дальсвязь
	Сибирьтелеком
	ВолгаТелеком
Потребительский сектор	
	X5 Retail Group
	Вимм-Билль-Данн
Электроэнергетика	
	РусГидро
	ФСК ЕЭС
	Холдинг МРСК
Транспорт	
	Новороссийский МТП
	Глобалтранс
Долговые обязательства	
	Газпром-20
	ТНК-ВР-12
	АЛРОСА

Недооцененная Россия

- **Ставка на относительную стоимость.** На российском рынке много недорогих акций, оцененных с дисконтом к сравнимым бумагам на мировых рынках. Ниже мы предлагаем ряд инвестиционных стратегий, позволяющих сыграть на относительной недооцененности российских бумаг.
- **Несоответствие оценки российского рынка текущим уровням цен на нефть.** Цене нефти в $50 за баррель, по нашим оценкам, соответствует значение Индекса РТС выше 900 пунктов. Чем больше инвесторы будут убеждаться в устойчивости цен на нефть, тем сильнее будет импульс для движения рынка к этому уровню.
- **Большой дисконт к другим рынкам...** Основные оценочные коэффициенты российского рынка составляют менее чем 60% от соответствующих показателей мировых развивающихся рынков, исторические данные дают средний дисконт лишь в 20%.
- **...и его ожидаемое сокращение с течением времени.** У работающих в России инвесторов остаются важные поводы для беспокойства: неудовлетворительное корпоративное управление, низкие дивидендные выплаты, сильная зависимость экономики от цен на нефть. Тем не менее Россия привлекательнее многих развивающихся стран: ее долговая нагрузка меньше, макроэкономика стабильнее, а степень охвата рынка товарами и услугами ниже. При условии, что цена нефти закрепится на текущих уровнях, а корпоративное управление не будет ухудшаться, дисконт российского рынка должен сократиться.
- **Привлекательные сектора.** Наиболее сильно по сравнению с иностранными компаниями недооценены российские банки, потребительский сектор и производители удобрений : дисконт во всех случаях превышает 40%.
- **Непривлекательные сектора.** Советуем в ближайшее время воздерживаться от инвестиций в сектора проводной связи и черной металлургии, которые оценены почти без дисконта или даже с премией к мировым аналогам. Не слишком привлекательны, несмотря на 20%-й дисконт, и российские нефтегазовые компании: беспокойство вызывает низкий уровень дивидендных выплат.
- **Стратегии относительной стоимости на российском рынке.** В следующих парах мы рекомендуем наращивать позиции по первой акции и сокращать по второй. Во-первых, Сбербанк против ВТБ: при равенстве оценочных коэффициентов риск у Сбербанка намного меньше, а доход на капитал выше. Во-вторых, НОВАТЭК против Газпрома: первый обладает более значительным потенциалом роста и, вероятно, будет распределять в виде дивидендов более значительную долю прибыли. В-третьих, Peter Hambro Mining против Полиметалла: мультипликаторы PHM намного ниже ("цена / прибыль" – вдвое) даже с учетом приобретения Aricom.

Кингсмилл Бонд, CFA +44 (207) 822 0771
Kingsmill_Bond@troika.ru

Андрей Кузнецов +7 (495) 933 9844
Andrey_Kuznetsov@troika.ru

ЭТА СТРАНИЦА НАМЕРЕННО ОСТАВЛЕНА ПУСТОЙ

Содержание

Свежие идеи 4
Стратегия. Россия в мировом контексте 8
Стратегия. В поисках недооцененных бумаг 18
Нефть и газ. Дисконт к зарубежным аналогам 21
Черная металлургия. Тяжелое ожидание 24
Цветная металлургия и удобрения. В погоне за качеством 27
Банки. С весной появляются признаки жизни 30
Телекоммуникации. Поправка на кризис 33
Потребительский сектор. Сокращая разрыв 36
Электроэнергетика. В апреле прояснится 39
Транспорт. Некоторые акции по-прежнему недооценены 42
Машиностроение. Автораспродажа 45
Долговые бумаги. На волне оптимизма 47
Опционы. Подразумеваемая волатильность продолжает снижаться 50
Средства под управлением / сырьевые рынки 53
Мировой рынок 54
Рынки EMEA 55
Макроэкономические показатели 56
Ликвидность 57

Примечание. Все данные приведены по состоянию на момент закрытия рынка 27 марта, если не указано иное.

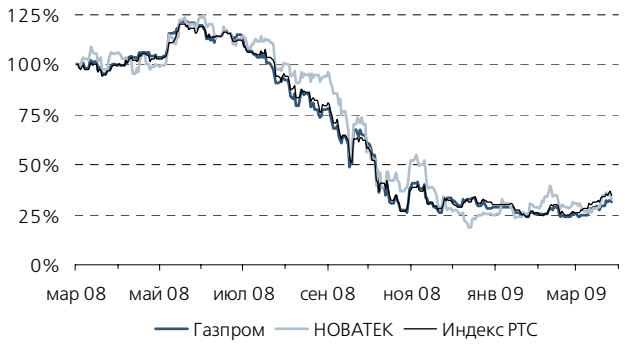
Свежие идеи

Стратегии для отдельных компаний

НОВАТЭК против Газпрома

Мы полагаем, что в обозримом будущем динамика котировок НОВАТЭКа будет лучше, чем у Газпрома, несмотря на то, что по основным коэффициентам акции независимого производителя оценены дороже. За последние месяцы НОВАТЭК, в отличие от Газпрома, значительно улучшил свои производственные показатели и сохранил способность наращивать добычу в будущем. При этом Газпром не может похвастаться ни выплатой дивидендов в достаточных объемах в прошлом, ни заметным увеличением добычи в течение предыдущего цикла. Более того, операционных денежных потоков компании может оказаться недостаточно для финансирования инвестпрограммы.

Динамика цены акций Газпрома и НОВАТЭКа относительно индекса РТС

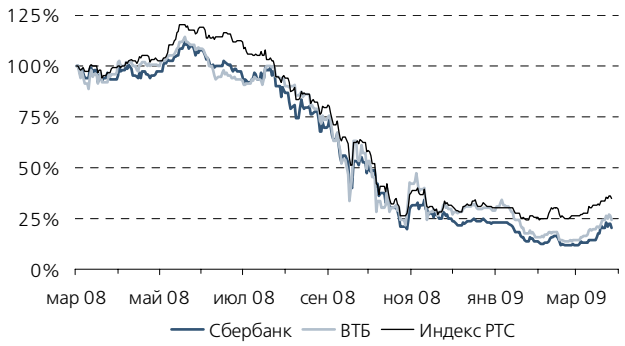


Источник: Bloomberg

Сбербанк против ВТБ

В минувшем месяце отличную динамику котировок продемонстрировали оба банка. Однако, мы полагаем, что в дальнейшем их пути могут разойтись. Сейчас они котируются с приблизительно одинаковым значением коэффициента "цена / капитал 2010о". Ухудшение качества активов вынуждает все банки наращивать отчисления в резервы. Но при этом у Сбербанка выше рентабельность и потенциал сокращения расходов, а также менее рискованный кредитный портфель, поэтому перспективы его прибыли лучше, чем у ВТБ. По итогам 2009 года у Сбербанка показатель рентабельности капитала прогнозируется на уровне 8%, а у ВТБ он будет отрицательным (–12%), на 2010 год – соответственно 11% и 1%. Кроме того, у ВТБ выше риски размывания капитала, в то время как Сбербанк в этом плане вполне благополучен.

Динамика цены акций Сбербанка и ВТБ относительно индекса РТС

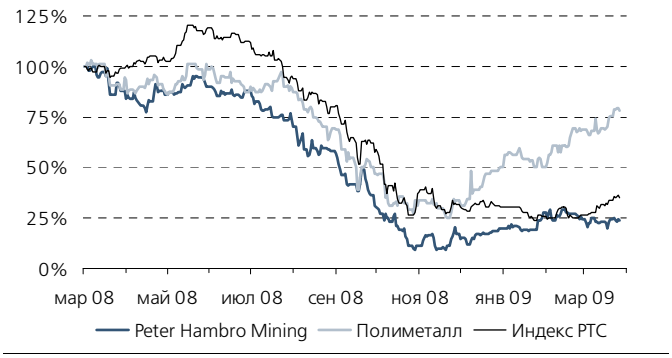


Источник: Bloomberg

PETER HAMBRO MINING ПРОТИВ ПОЛИМЕТАЛЛА

Котировки Полиметалла за последние полгода значительно обгоняли рынок вследствие высоких цен на золото. PHM, напротив, уступала как Полиметаллу, так и рынку в целом. Мы считаем, что это отставание неоправданно, поскольку дисконт PHM к Полиметаллу по основным коэффициентам превышает 50% даже с учетом сделки с Aricom. Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе динамика стоимости этих компаний будет приблизительно одинаковой, чему будет способствовать листинг PHM в Лондоне и завершение покупки Aricom.

Динамика цены акций Peter Hambro Mining и Полиметалла относительно индекса РТС



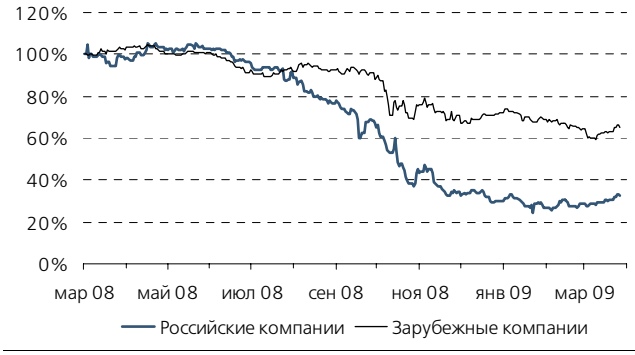
Источник: Bloomberg

Стратегии для секторов

РОССИЙСКИЙ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР ПРОТИВ МИРОВОГО

Коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA" для российских производителей товаров повседневного спроса равен 3,8, в то время как у мировых аналогов – 8,0, а у компаний с развивающихся рынков – 7,3. В Индии и Китае этот показатель превышает 10,0. Мы полагаем, что на этой недооценке можно сыграть, покупая российских производителей против аналогичных компаний за рубежом. В отличие от многих других стран, российские потребители не отягощены чрезмерной долговой нагрузкой – совокупный долг населения не превышает 10% ВВП, что соответствует менее $1 тыс. на человека. Поэтому мы ожидаем, что потребление товаров повседневного спроса будет довольно устойчивым, как только пройдет первоначальный шок от девальвации рубля. Более того, отечественные производители заработают и на импортозамещении в результате значительного ослабления рубля. Самые дешевые в этом секторе – акции Балтики ("стоимость предприятия / EBITDA" – 2,5), но им недостает ликвидности. Также нам нравится Вимм-Билль-Данн, у которого этот коэффициент равен 6,2.

Российский и зарубежный потребительский сектор

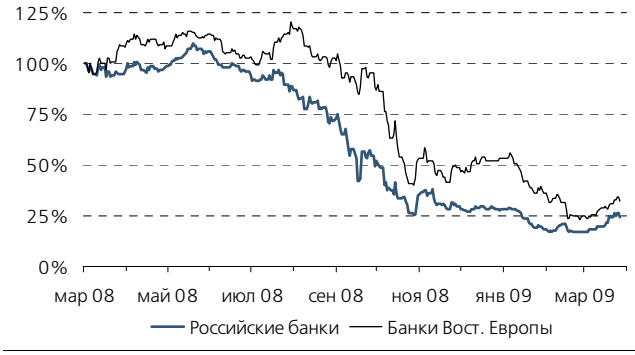


Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЕ БАНКИ ПРОТИВ ВОСТОЧНОЕВРОПЕЙСКИХ

За последние 12 месяцев российские банки падали сильнее своих восточноевропейских аналогов, несмотря на то что их проблемы несопоставимы с проблемами последних. Российские кредитные организации также недооценены по основным коэффициентам: среднее значение мультипликатора "цена / капитал 2009о" для них составляет 0,7, а для восточноевропейских – 1,0. Уровень задолженности в российской экономике значительно ниже, чем в Восточной Европе, меньше и доля валютных кредитов. Таким образом, просроченная задолженность не должна заметно превысить 10% совокупного портфеля в 2009 году. Если ее уровень достигнет 10%, как прогнозирует Минфин и банки, прибыль кредитных организаций пострадает, но банкам не потребуются значительные вливания капитала, учитывая достаточность капитала в 15%. по банковской системе в целом. При этом восточноевропейские банки, вероятно, столкнутся с гораздо более значительным ростом просроченной задолженности из-за девальвации местных валют и экономического спада.

Российские банки против восточноевроейских



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЕ ПРОИЗВОДИТЕЛИ УДОБРЕНИЙ ПРОТИВ МИРОВЫХ

За период с середины 2008 года динамика котировок российских производителей удобрений была гораздо хуже, чем у их мировых аналогов – инвесторов беспокоило дальнейшее развитие ситуации вокруг Уралкалия. Последние события свидетельствуют о том, что негативный сценарий маловероятен, однако котировки Уралкалия и сектора в целом все еще находятся на крайне низких уровнях, а дисконты к иностранным аналогам по-прежнему велики. Текущий коэффициент "цена / прибыль 2009о" для российских производителей в два раза ниже, чем у мировых – менее 4,0 против более чем 8,0 у Potash Corp и Yara.

Российские производители удобрений против мировых



Источник: Bloomberg

Стратегия. Россия в мировом контексте

Цель нашего исследования – установить, в какой мере российский рынок и его сектора недооценены (или переоценены) по отношению к иностранным аналогам.

Рынок

Сравнение с мировыми развивающимися рынками

Российский рынок по-прежнему недооценен в сравнении с мировыми развивающимися рынками по коэффициентам "цена / балансовая стоимость (капитал)", "цена / прибыль" и "стоимость предприятия / EBITDA".

Россия и мировые развивающиеся рынки: цена / прибыль



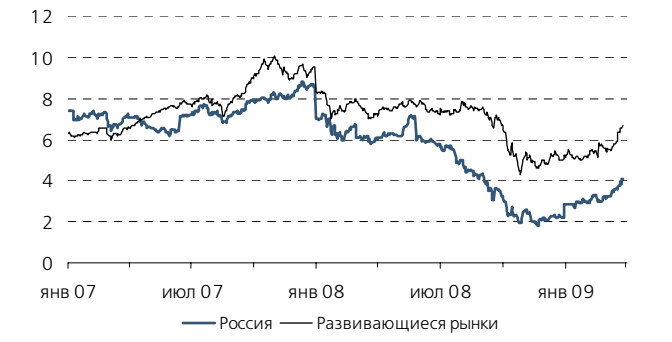
Источник: IBES, Тройка Диалог

Россия и мировые развивающиеся рынки: цена / балансовая стоимость



Источник: IBES, Тройка Диалог

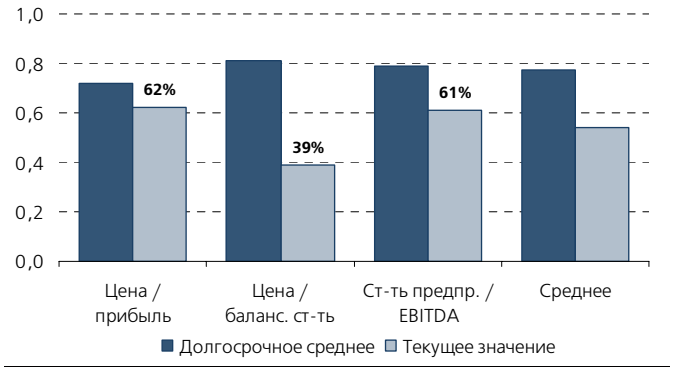
Россия и мировые развивающиеся рынки: стоимость предприятия / EBITDA



Источник: IBES, Тройка Диалог

Оценочные коэффициенты российского рынка сейчас составляют в среднем 54% от мультипликаторов для мировых развивающихся рынков, тогда как средний дисконт за последние 10 лет равен лишь 22%, а в 2006 году было время, когда российский рынок оценивали даже с премией. Особенно низок в России коэффициент "цена / балансовая стоимость", что указывает на наличие у российских активов значительного нереализованного потенциала.

Мультипликаторы российского рынка, % к мировым развивающимся рынкам



Источник: IBES, Тройка Диалог

Как же должен оцениваться российский рынок по отношению к другим развивающимся – с премией или с дисконтом? Доводы можно привести, конечно, в пользу и того и другого.

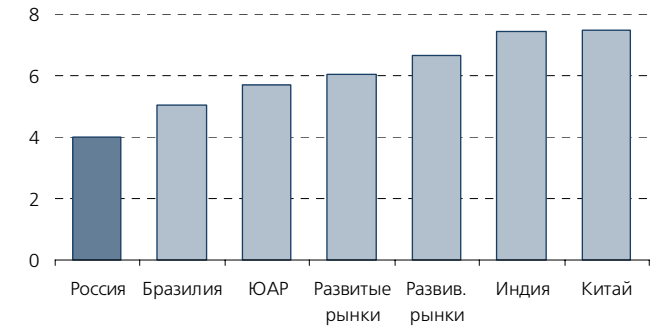
- **Премия.** Те, кто считают, что российский рынок заслуживает премии, указывают на такие преимущества России перед другими развивающимися экономиками, как лучшие перспективы роста, более низкий уровень задолженности и более дешевая валюта. Кроме того, отмечают они, запасы, ресурсы и мощности российских сырьевых компаний больше, а себестоимость производства ниже, чем у аналогов из других развивающихся стран. Наконец, политика наращивания денежной массы, проводимая ведущими центральными банками, должна оказать поддержку ценам на нефть.
- **Дисконт.** Те, кто полагают, что российский рынок должен оцениваться с дисконтом к другим развивающимся, подчеркивают, что в последнее время качество корпоративного управления в России было очень низким, а юридические риски возросли и вызывают справедливое беспокойство инвесторов. Кроме того, многие из ведущих компаний не выплачивают дивидендов. Наконец, привлекательность российского рынка по-прежнему всецело зависит от цен на нефть.

Учитывая неопределенность перспектив мировой экономики и сильную зависимость России от цен на нефть, а также свойственные российскому рынку высокие риски корпоративного управления, мы полагаем, что в течение некоторого времени преобладать будет точка зрения пессимистов. Следовательно, инвесторам нужно быть готовыми к тому, что в этот период российский рынок будет оцениваться с дисконтом к развивающимся рынкам. Однако по мере того как инвесторы будут убеждаться в устойчивости цен на нефть, а корпоративное управление в России – улучшаться, соотношение мультипликаторов российского и развивающихся рынков будет приближаться к долгосрочному среднему – 80%, что соответствует уровню Индекса РТС в 1 000 пунктов.

Сравнение с другими рынками БРИК

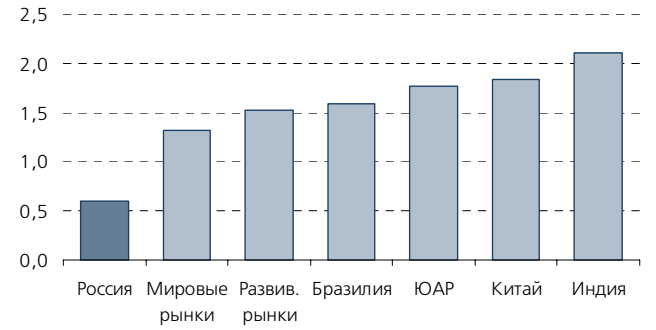
Российский рынок сильно недооценен по отношению к рынкам других стран БРИК по коэффициентам "цена / балансовая стоимость" и "стоимость предприятия / EBITDA".

Страны БРИК: стоимость предприятия / EBITDA 2009о



Источник: Thomson, Тройка Диалог

Страны БРИК: цена / балансовая стоимость 2009о

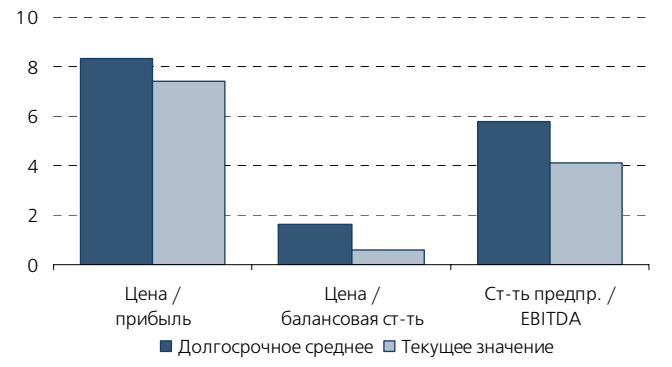


Источник: Thomson, Тройка Диалог

Историческая перспектива

Если обратиться к средним значениям мультипликаторов за последние 10 лет, то окажется, что российский рынок тоже недооценен: сильно – по коэффициенту "цена / балансовая стоимость", существенно – по коэффициенту "стоимость предприятия / EBITDA" (здесь мы располагаем меньшим массивом данных), умеренно – по коэффициенту "цена / прибыль". Мы полагаем, что для рынка, который, подобно российскому, отличается ярко выраженной цикличностью, в текущей нисходящей фазе цикла наиболее достоверную долгосрочную оценку дает мультипликатор "цена / балансовая стоимость". Следовательно, то обстоятельство, что текущие значения этого коэффициента намного ниже среднего за 10 лет, является обнадеживающим, так как указывает на потенциал роста рынка.

Оценка российского рынка: сегодня и в среднем за 10 лет

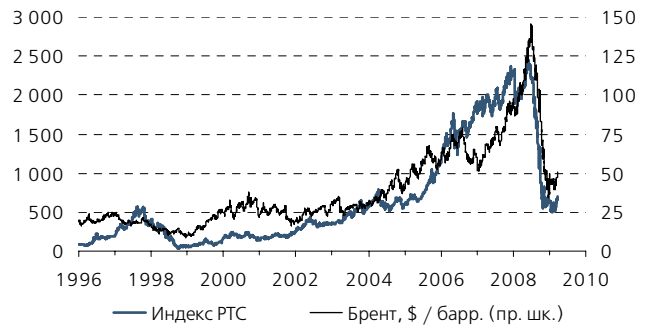


Источник: IBES, Тройка Диалог

Текущие значения индекса и уровень цен на нефть

Если цена нефти закрепится выше $50 за баррель, то текущие уровни индекса будут неоправданно низкими, о чем свидетельствует график сравнительной динамики российского рынка и цен на нефть с 1996 года.

Сравнительная динамика Индекса РТС и цены Брент



Источник: Bloomberg

О причинах корреляции между российским рынком и ценами на нефть писалось не раз. Напомним две основные: во-первых, прибыли сырьевых компаний, составляющих большую часть расчетной базы индекса, зависят от цен на нефть, во-вторых, цена нефти влияет на курс рубля и через него на прибыли всех остальных компаний, представленных на рынке. Если допустить прямую взаимосвязь между ценами на нефть и Индексом РТС, то при $30 за баррель значение индекса должно составлять 500 пунктов, при $50 – около 900, а при $70 – около 1 400.

Сектора

СЕКТОРА И АКЦИИ, ДОСТУПНЫЕ ДЛЯ ИНВЕСТИЦИЙ

На российском фондовом рынке осталось, по большому счету, девять секторов с высокой или удовлетворительной ликвидностью. В пяти: газовая промышленность, нефтяная промышленность, банковские услуги, цветная металлургия и сотовая связь – оборот превышает $100 млн. в день, в четырех – $15 млн. в день. Для большинства инвесторов выбор вообще ограничен 19 акциями, средний объем торгов которыми составляет более $10 млн. в день. На рынках СНГ возможностей и того меньше. По сути, доступны для инвестиций только три казахстанские акции: ENRC, Казахмыс и КазМунайГаз.

Ликвидные акции российских компаний

Группа ликвидности	Сектор	ADT, $ млн.	Акции со среднедневным объемом торгов свыше $10 млн.	Акции со среднедневным объемом торгов свыше $3 млн.
1	Газ	703	Газпром, НОВАТЭК	
1	Нефть	643	ЛУКойл, Роснефть, Сургутнефтегаз, Татнефть	Газпром нефть
1	Банки	481	Сбербанк, ВТБ	
2	Цветная металлургия	146	Норильский Никель	
2	Мобильная связь	127	МТС, Вымпелком	
3	Сталь	53	Мечел, Северсталь, Новолипецкий МК	Евраз Групп
3	Драгоценные металлы	43	Полюс Золото	Peter Hambro Mining, Полиметалл
3	Удобрения	44	Уралкалий	
3	Электроэнергетика	32	РусГидро, ФСК ЕЭС	
4	Проводная связь	22	Ростелеком	
4	Потребительский сектор	13		Вимм-Билль-Данн
4	СМИ	5		СТС Медиа
4	Розничная торговля	5		X5 Retail Group

Источник: Bloomberg, РТС

СРАВНЕНИЕ С ИНОСТРАННЫМИ АНАЛОГАМИ

Прежде чем перейти к самому сравнению, необходимо ответить на три вопроса: какие сектора сравнивать, какие оценочные коэффициенты при этом использовать и какую группу рынков выбирать для сравнения.

- **Сектора.** MSCI и другие мировые сводные индексы рассчитываются, как правило, для секторов в широком определении, а если и составляются для более узких секторов (подсекторов), то зачастую оказываются нерепрезентативными. Между тем на российском рынке можно найти несколько довольно узких, но при этом ликвидных секторов: производство удобрений, драгоценных металлов, розничная торговля и т. п. В этих случаях мы решали задачу сопоставимости, создавая агрегат аналогичного иностранного сектора, для чего самостоятельно объединяли консенсусные данные по крупнейшим зарубежным компаниям соответствующего профиля, приводимые Thomson.

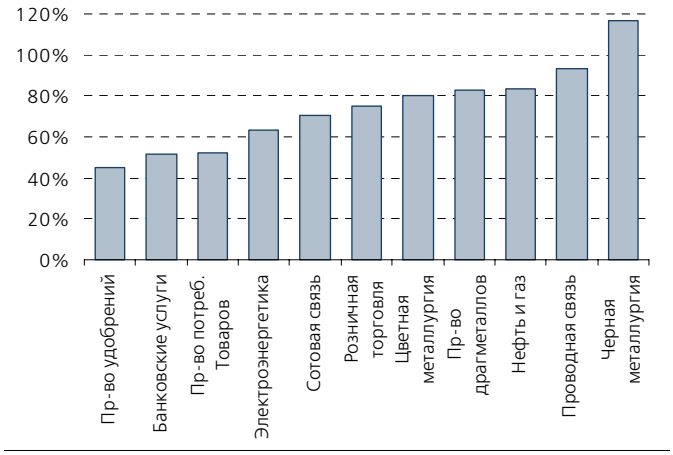
- **Оценочные коэффициенты.** В предыдущих обзорах мы отстаивали точку зрения, что при долгосрочной оценке лучше всего ориентироваться на дивидендную доходность или нормализованный показатель "цена / денежные потоки". Однако большинство участников рынка обращает на эти параметры мало внимания, к тому же в России дивидендная доходность все еще слишком низка, а коэффициент "цена / денежные потоки" искажен большим объемом капитальных затрат. Искажено и соотношение "цена / прибыль", чему виной однократные убытки по курсовым разницам и заниженные значения амортизационных отчислений. Наконец, отношение стоимости предприятия к физическим активам (например, стоимость за киловатт установленной мощности для генерирующих компаний) – очень ненадежный критерий привлекательности компании, как за последние месяцы многие убедились на своем горьком опыте. По нашему мнению, лучше других для сравнительного анализа подходят коэффициенты "цена / балансовая стоимость" и "стоимость предприятия / EBITDA" (он обеспечивает более полную сопоставимость нормализованных показателей прибыли, чем "цена / прибыль"): эти коэффициенты, как правило, служат хорошим индикатором долгосрочной недо- или переоценки.

- **Группа рынков.** Остается последний вопрос: с какими рынками уместнее всего сравнивать российский – с развивающимися (GEM) или с развитыми? Как правило, мы предпочитаем GEM, поскольку большинство инвесторов, работающих в России, – это фонды развивающихся рынков. Однако есть на российском рынке несколько секторов, для которых на развивающихся рынках нет достаточного количества аналогов сравнимой величины, например нефтяные компании, цветная металлургия, производство удобрений. Их лучше сравнивать с соответствующими секторами развитых рынков.

Сопоставляя каждый из секторов российского фондового рынка с ближайшими аналогами на основе наиболее подходящих коэффициентов (обоснование выбора аналога и коэффициента в каждом случае излагается), мы получаем приведенную ниже таблицу сравнительной оценки российских секторов. Данный анализ относительной привлекательности не претендует на полноту: помимо оценочных коэффициентов, инвесторам, конечно, нужно иметь в виду устойчивость валют, уровень цен на нефть и степень риска. Однако в условиях, когда рынки за считанные недели совершают колебания в десятки процентов, такое сравнение, на наш взгляд, позволяет составить представление о том, к каким акциям и секторам могут применяться стратегии относительной стоимости.

В настоящее время особенно сильно недооценены следующие три сектора российского рынка: производство удобрений, банковские услуги и производство потребительских товаров. С меньшими дисконтами к иностранным аналогам оценены акции предприятий черной металлургии, операторов проводной связи и нефтегазовых компаний

Оценка российских секторов, % от иностранных аналогов

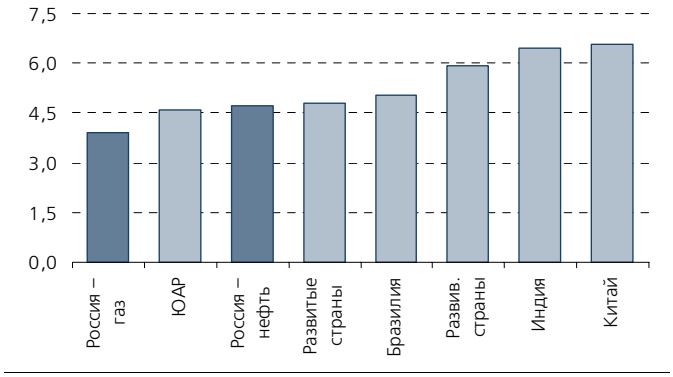


Источник: Тройка Диалог

НЕФТЕГАЗОВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

В этом секторе сравнение лучше всего производить на основе коэффициента "стоимость предприятия / EBITDA", который не искажен заниженным уровнем амортизационных отчислений российских компаний. "Стоимость предприятия / EBITDA 2009о" в российском секторе составляет 4,0 против 4,8 по развитым рынкам и 5,9 по развивающимся. У Газпрома этот показатель равен 3,8, у ЛУКойла – 4,6, тогда как у ExxonMobil – 5,9, у Petrobras – 5,0, у PetroChina – 5,6. Для сравнения в этом случае мы выбираем не развивающиеся, а развитые рынки, на которых больше нефтегазовых компаний той же величины, что и российские.

Нефтегазовая промышленность: стоимость предприятия / EBITDA 2009о



Источник: Thomson, Тройка Диалог

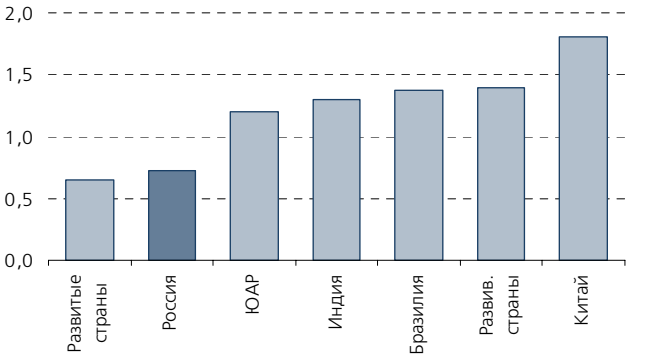
БАНКИ

У российских банков коэффициент "цена / балансовая стоимость (капитал) 2009о" составляет 0,7, у банков с развивающихся рынков – 1,4. В группе БРИК средние значения следующие: Индия – 1,3, Бразилия – 1,4, Китай – 1,8. У банков с развитых рынков рассматриваемый коэффициент намного ниже – 0,7, но мы убеждены, что российские кредитные организации следует сравнивать не с ними, а с теми аналогами из развивающихся стран, которые, подобно российским банкам и в отличие от банков развитых стран, не обременены "токсичными" активами и работают в экономиках, не отличающихся высокой долговой нагрузкой.

У Сбербанка коэффициент "цена / капитал" составляет 0,8, тогда как у китайского ССВ – 1,8, у бразильского Bradesco – 1,5, а у State Bank of India – 1,3. Относительную стоимость можно

реализовать в паре "Сбербанк – восточноевропейские банки", такие как польский PKO BP (1,3), которые оценены дороже Сбербанка, несмотря на то, что им приходится иметь дело с более значительными макроэкономическими рисками.

Банковские услуги: цена / капитал 2009о

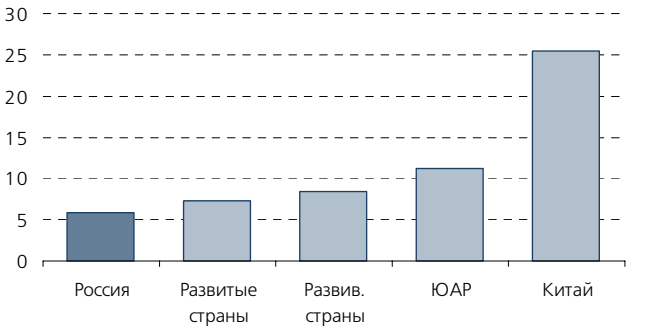


Источник: Thomson, Тройка Диалог

Цветная металлургия

Российская цветная металлургия представлена на фондовом рынке, по сути, единственной компанией – Норильским Никелем, у которого коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" составляет 5,9. У BHP Billiton и Rio Tinto он чуть ниже – 5,4 и 5,8, но казахстанские компании оценены заметно дешевле: Казахмыс – 3,5, ENRC – 5,4. Мы выбираем для сравнения компании из развитых стран, т. к. запасы и ресурсы этих предприятий сопоставимы с минерально-сырьевой базой Норильского Никеля.

Цветная металлургия: стоимость предприятия / EBITDA 2009о

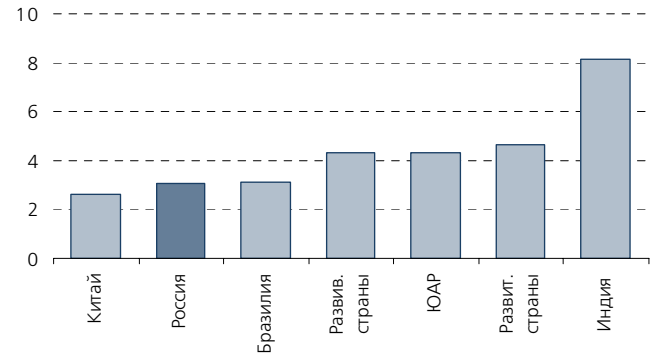


Источник: Thomson, Тройка Диалог

Мобильная связь

Коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" у российских сотовых операторов равен 3,0 по сравнению с 4,7 по развитым странам и 4,3 по развивающимся. Впрочем, последнее значение несколько искажено из-за очень высокой оценки индийских компаний. В сравнении же с китайскими и бразильскими аналогами российские операторы сотовой связи оказываются не такими уж дешевыми. У МТС рассматриваемый мультипликатор равен 3,8, у China Mobile – 4,4, у Vodaphone – 6,2.

Сотовая связь: стоимость предприятия / EBITDA 2009о

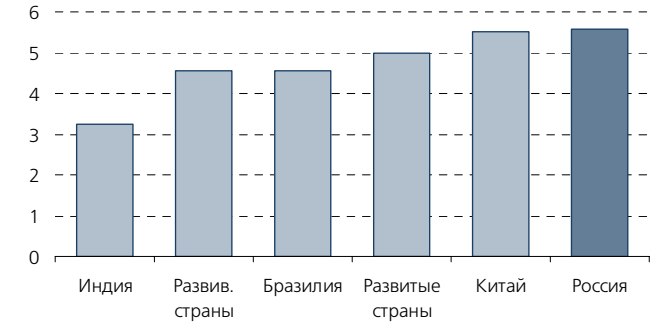


Источник: Thomson, Тройка Диалог

ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

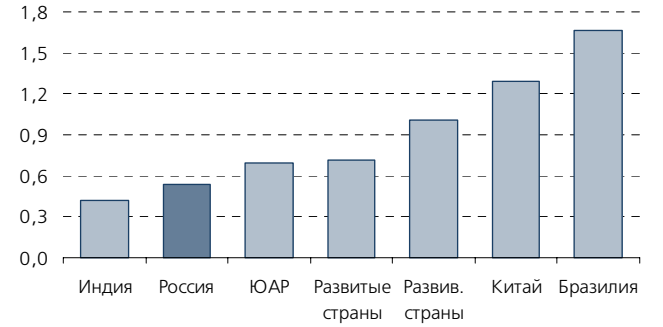
В России коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" у сталелитейных компаний составляет 5,6 против 5,0 на развитых рынках и 4,5 на развивающихся. Таким образом, по этому показателю российские "металлурги" немного переоценены в сравнении с иностранными. В то же время у них большой дисконт по коэффициенту "цена / балансовая стоимость 2009о", который у них составляет 0,5 (без учета такого виртуального показателя, как гудвил) по сравнению с 0,7 у компаний с развитых рынков и 1,0 у аналогов с развивающихся рынков. Отметим также, что наш прогноз цен на стальную продукцию ($403 за тонну горячекатаного проката в 2009 году), по-видимому, отличается от консенсусного в меньшую сторону, следовательно, наш прогноз EBITDA более консервативен, чем консенсус.

Черная металлургия: стоимость предприятия / EBITDA 2009о



Источник: Thomson, Тройка Диалог

Черная металлургия: цена / балансовая стоимость 2009о

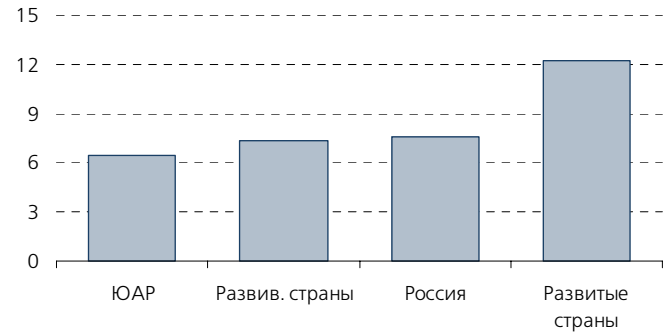


Источник: Thomson, Тройка Диалог

ПРОИЗВОДСТВО ДРАГОЦЕННЫХ МЕТАЛЛОВ

Российские золотодобывающие компании имеют коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о", равный 7,6, их аналоги из развитых стран – 12,2, из развивающихся – 7,3. Для Полюс Золото этот мультипликатор равен 11,4, Полиметалла – 7,8, тогда как у Harmony он составляет 9,3, у Newmont – 8,6, а у Goldfields – 6,3. Таким образом, в российской золотопромышленности недооценен не весь сектор, а лишь отдельные компании.

Производство драгоценных металлов: стоимость предприятия / EBITDA 2009о

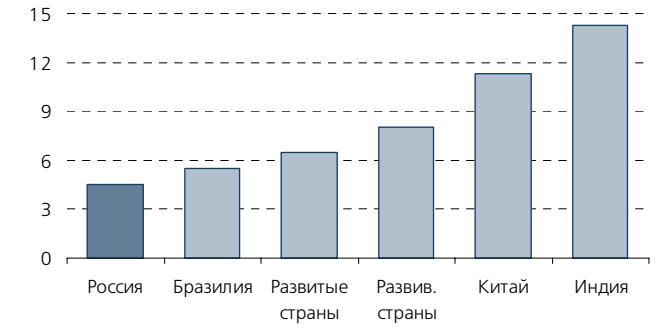


Источник: Thomson, Тройка Диалог

Электроэнергетика

Коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" у российских электроэнергетических компаний составляет 4,5 при 6,6 на развитых рынках и 8,0 на развивающихся. У РусГидро этот показатель равен 2,5, что намного ниже, чем у E.ON (5,5) или Electrobras (6,3). Есть, однако, большое "но": неизвестно, когда российские электроэнергетические компании начнут выплачивать дивиденды. Поэтому не стоит обольщаться дешевизной их акций, пока в дивидендном вопросе не появится больше ясности или пока международные инвесторы не станут проявлять большую склонность к риску.

Электроэнергетика: стоимость предприятия / EBITDA 2009о



Источник: Thomson, Тройка Диалог

Прочие сектора

- **Производство удобрений.** Это самый недооцененный из российских секторов: у Уралкалия коэффициент "цена / прибыль 2009о" составляет 3,9 по сравнению с 8,8 у PotashCorp и 8,1 у Yara Industrial.
- **Производство потребительских товаров.** У предприятий потребительского сектора в России коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" составляет 3,8, на развитых рынках – 8,0, на развивающихся – 7,3. У Вимм-Билль-Данна соответствующий показатель равен 6,2, у Unilever – 7,6, у Nestle – 8,2.
- **Розничная торговля.** У российских розничных сетей коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" равен 6,0, у сопоставимых компаний с развитых рынков – 7,5, с развивающихся – 7,9. У X5 Retail Group он составляет 5,7, у Wal-Mart (США) – 7,6, у BIM (Турция) – 6,2, у Wal-Mart de Mexico (Мексика) – 10,8.

- **Проводная связь.** Среди секторов российского фондового рынка проводная связь оценена с наибольшей премией к иностранным аналогам, главным образом из-за слишком дорогого Ростелекома, чей показатель "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" составляет 8,8 по сравнению с 5,4 у испанской Telefonica и 4,2 у французской France Telecom.

Ниже в таблице приводятся результаты оценки российских секторов относительно иностранных по двум основным коэффициентам с уточнением, который из коэффициентов и какую группу рынков мы предпочли использовать для сравнения. В общем случае для оценки иностранного сектора мы брали в равных долях средние значения коэффициента "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" по развивающимся и развитым рынкам, хотя нередко отступали от этого правила, на что имелись веские причины.

Оценка российских секторов фондового рынка относительно иностранных аналогов*, %

	Ст-сть предпр. / EBITDA		Цена / баланс. ст-сть		Коэффициент и рынки,
	развитые	развив.	развитые	развив.	выбранные для сравнения
Нефть и газ	83%	67%	39%	33%	"Ст-сть предпр. / EBITDA", развитые
Банки	–	–	111%	52%	"Цена / баланс. ст-сть", развив.
Мобильная связь	65%	70%	108%	62%	"Ст-сть предпр. / EBITDA", развив.
Цветная металлургия	80%	69%	27%	79%	"Ст-сть предпр. / EBITDA", развитые
Черная металлургия	112%	122%	75%	53%	"Ст-сть предпр. / EBITDA", развитые и развив.
Пр-во драгоценных металлов	62%	104%	94%	80%	"Ст-сть предпр. / EBITDA", развитые и развив.
Электроэнергетика	70%	56%	22%	25%	"Ст-сть предпр. / EBITDA", развитые и развив.
Пр-во удобрений	45%	21%	50%	63%	"Ст-сть предпр. / EBITDA", развитые
Проводная связь	93%	34%	110%	88%	"Ст-сть предпр. / EBITDA", развитые
Розничная торговля	80%	75%	67%	64%	"Ст-сть предпр. / EBITDA", развив.
Пр-во потребительских товаров	48%	52%	56%	52%	"Ст-сть предпр. / EBITDA", развив.

* Коэффициенты рассчитаны на основе прогнозируемых финансовых результатов 2009 года.

Источник: Thomson, Тройка Диалог

Kingsmill_Bond@troika.ru, Andrey_Kuznetsov@troika.ru

Стратегия. В поисках недооцененных бумаг

Основные события

В первые месяцы мирового кризиса, вплоть до августа 2008 года, российский рынок проявлял намного более высокую устойчивость, чем другие: инвесторы надеялись, что благодаря высоким ценам на нефть экономике России удастся избежать самых тяжелых последствий кризиса. Однако нефть начала стремительно дешеветь, что совпало с усилением геополитической напряженности, и во второй половине года ситуация на российском рынке коренным образом изменилась. Его годовые потери превысили 70% – один из худших результатов среди всех мировых рынков. Тем не менее, как только стало ясно, что цена нефти не опустится ниже $30 за баррель, российский рынок совершил стремительный отскок и вошел в число лидеров по динамике с начала года.

Сравнение с мировыми аналогами

Мы считаем, что российский рынок оценен очень привлекательно в сравнении с другими развивающимися: сегодня дисконт российского рынка к развивающимся составляет около 50%, тогда как в среднем за предыдущие годы он составлял лишь 20%. К тому же российская экономика выгодно отличается от многих развивающихся наличием хорошо защищенной валюты и умеренной долговой нагрузкой. Как следствие, у нее лучше перспективы роста: мы полагаем, что, если правительство примет нужные меры, рост возобновится уже в 2П09.

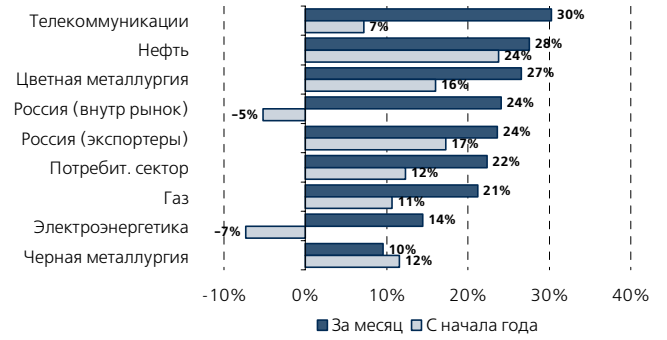
Рекомендуемые стратегии относительной стоимости

Мы считаем, что в сравнении с аналогами из других развивающихся стран в России наиболее сильно недооценены банки, нефтяные компании и предприятия потребительского сектора. Российские банковские акции хотя и значительно выросли в цене за последнее время, но все еще стоят вдвое дешевле акций банков из других стран БРИК, и мы рекомендуем наращивать позиции по бумагам Сбербанка с одновременным сокращением позиций по акциям китайских и бразильских банков. Производители удобрений на основе коэффициента "цена / прибыль" недооценены по отношению к аналогам из развитых стран более чем вдвое. У предприятий потребительского сектора значения основных мультипликаторов составляют 70% от среднего по компаниям того же профиля с развивающихся рынков, и мы рекомендуем наращивать позиции по Вимм-Билль-Данну и Магниту и сокращать – по аналогам из стран БРИК.

Kingsmill_Bond@troika.ru, Andrey_Kuznetsov@troika.ru

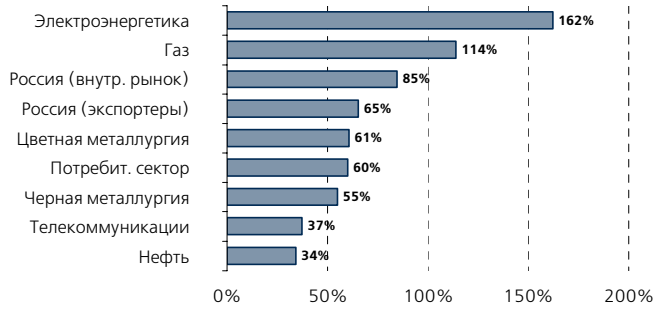
Стратегия. Основные показатели

Россия: динамика секторов



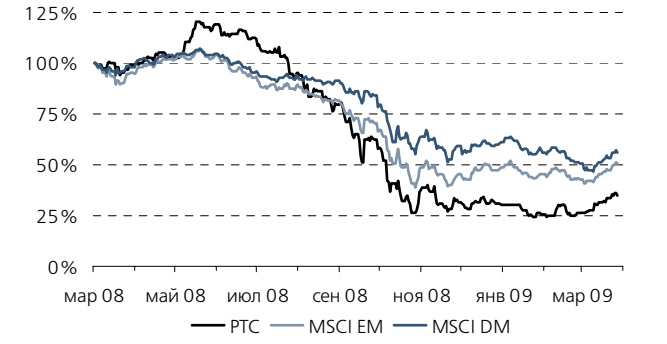
Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Потенциал роста на 12 месяцев



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка

Предстоящие события

Дата	Страна	Событие
2 апреля	Мировой кризис	Саммит "Большой двадцатки", Лондон
Сентябрь	Казахстан	Парламентские выборы
Декабрь	Узбекистан	Парламентские выборы
Январь	Украина	Президентские выборы

Источник: Bloomberg, компании

Сравнительная оценка

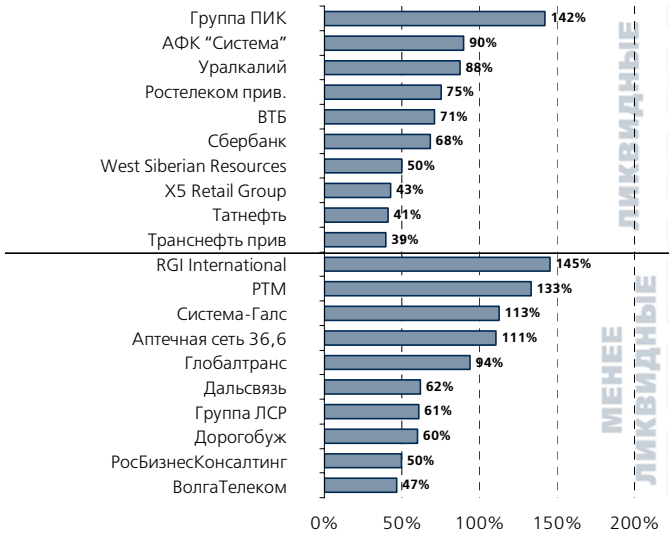
	Капит.	ADT			2009o					2010o
	$ млн.	$ млн.	P/E	EPS, г / г	EV/EBITDA	P/BV	Чист. долг./EBITDA	P/E	EPS, г / г	EV/EBITDA
Газ	98 038	717	4,6	-43%	3,9	0,5	1,2	6,5	-29%	4,8
Нефть	146 423	661	7,9	-56%	4,6	0,8	0,4	4,4	78%	2,9
Банки	30 834	491	31,0	-82%	–	0,7	–	9,5	938%	–
Цветная металлургия	40 880	236	7,4	-38%	4,5	0,8	0,4	4,7	61%	2,8
Телекоммуникации	34 269	153	19,1	-66%	3,3	1,5	1,1	8,6	112%	2,9
Черная металлургия	26 169	61	9,9	-74%	4,8	0,5	1,8	4,7	86%	3,5
Электроэнергетика	29 005	36	14,5	1%	4,5	0,3	0,9	10,4	74%	4,1
Потребит. сектор	15 108	26	9,7	–	4,2	1,1	1,2	6,0	63%	3,5
Прочее	20 911	13	2,6	-6%	2,8	0,2	1,8	2,0	32%	2,6
Россия	**441 636**	**2 393**	**7,1**	**–49%**	**4,0**	**0,6**	**1,1**	**5,2**	**38%**	**3,4**
Россия (внутр. рынок)*	**130 126**	**719**	**9,7**	**–33%**	**3,4**	**0,5**	**1,3**	**5,8**	**75%**	**3,0**
Россия (экспортеры)	**311 510**	**1 674**	**6,4**	**–52%**	**4,3**	**0,6**	**0,9**	**5,0**	**29%**	**3,6**
EM	**–**	**0**	**10,3**	**–11%**	**6,6**	**1,5**	**1,4**	**8,3**	**25%**	**5,7**
DM	**–**	**0**	**12,3**	**–7%**	**6,1**	**1,3**	**2,0**	**10,1**	**22%**	**5,5**

* За исключением электроэнергетического сектора.

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Акции

Лидеры роста за месяц



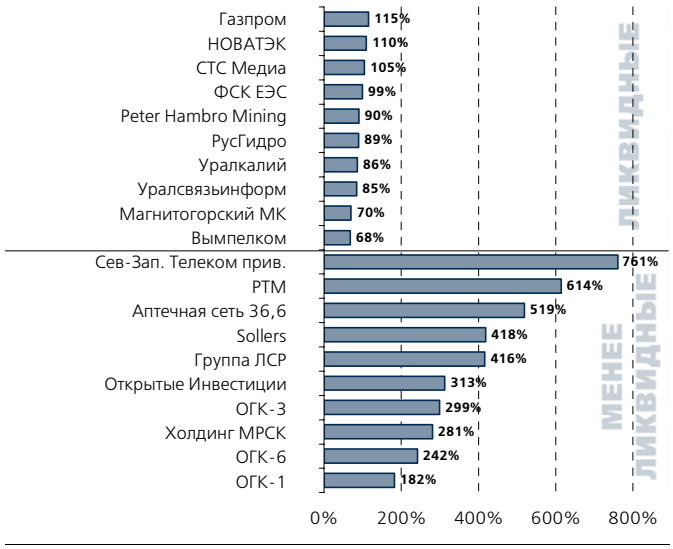
Источник: Bloomberg

Отстающие за месяц



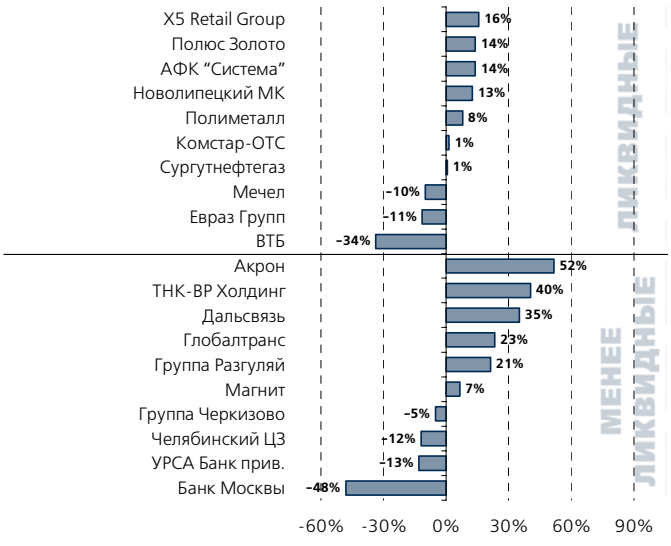
Источник: Bloomberg

Наибольший потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Наименьший потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Понижение целевых цен в прошлом месяце

	Рекомендация		Целевая цена, $		
	Прежн.	Новая	Прежн.	Новая	Изм.
Банк Москвы	ДЕРЖАТЬ	ПРОДАВАТЬ	46,18	11,17	-76%
ДИКСИ Групп	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	4,50	3,80	-16%
Группа Евраз	ДЕРЖАТЬ	ПРОДАВАТЬ	15,50	7,54	-51%
Глобалтранс	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	17,00	2,00	-88%
Магнит	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	27,00	24,00	-11%
Магнитогорский МК	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ	0,49	0,42	-14%
Новолипецкий МК	ПОКУПАТЬ	ПРОДАВАТЬ	1,37	1,40	2%
Седьмой Континент	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ	6,60	5,20	-21%
Северсталь	ДЕРЖАТЬ	ДЕРЖАТЬ	5,27	4,55	-14%
УРСА Банк	ПОКУПАТЬ	ДЕРЖАТЬ	0,430	0,270	-37%
Банк Возрождение	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	64,29	12,65	-80%
X5 Retail Group	ПОКУПАТЬ	ПОКУПАТЬ	13,10	11,40	-13%
ГАЗ	ДЕРЖАТЬ	–	56,00	6,00-8,00*	-88%

* индикативный диапазон

Источник: Тройка Диалог

Нефть и газ. Дисконт к зарубежным аналогам

Основные события

В течение всего периода роста в 1П08 динамика котировок в российском нефтегазовом секторе не соответствовала темпам увеличения цен на нефть. Первоначальный рост цен на акции нефтегазовых компаний сменился снижением их курсовой стоимости приблизительно за неделю до того момента, когда цена Юралз достигла исторического максимума, превысив уровень годичной давности приблизительно на 12%. Этому предшествовало существенное снижение – на 20% к началу февраля. После того как цена барреля достигла пика и начала снижаться, динамика российского нефтегазового сектора приблизительно соответствовала динамике цен на нефть – с тех пор котировки нефтяных фьючерсов и акций российских нефтегазовых компаний упали приблизительно на две трети.

Очевидно, что с мая 2008 года (когда был достигнут пиковый уровень цен на жидкие углеводороды) акции российских нефтегазовых компаний котировались хуже аналогов как на развитых, так и на развивающихся рынках – до кризиса такого не наблюдалось. Когда цены на нефть шли вверх, российский нефтегазовый сектор в целом не отставал от развитых рынков и опережал аналоги с развивающихся рынков за период с начала года до момента, когда был достигнут пиковый уровень, приблизительно на 10%. Вероятно, этому способствовал плавный процесс передачи президентских полномочий в мае 2008 года, который развеял опасения, связанные с политическими рисками. Однако после того как был пройден пик (21 мая) оценка российских нефтяных компаний упала на две трети, т.е. падение было почти на 40% глубже, чем на развитых рынках, и на 33% – чем на развивающихся.

Сравнение с мировыми аналогами

Мы считаем, что коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" наилучшим образом позволяет учесть различные уровни свободных денежных потоков у российских и иностранных компаний. Анализ этого коэффициента свидетельствует о том, что оценка нефтегазового сектора в России на 16% ниже, чем на развитых, и на 31% ниже, чем на развивающихся рынках. По коэффициенту "цена / прибыль" дисконт еще больше, однако этот мультипликатор не позволяет учесть тот факт, что некоторые из российских компаний склонны к более долгосрочной амортизации капиталовложений, чем их иностранные аналоги, в результате чего их чистая прибыль в расчете на доллар свободных денежных потоков оказывается выше.

По коэффициенту "стоимость предприятия / запасы" российские нефтяные компании оценены на уровне $2,2 за 1 б.н.э. доказанных запасов, в то время как у большинства иностранных аналогов эта оценка варьируется в диапазоне $8–15 за 1 б.н.э. Доказанные запасы Газпрома оценены в $1,2 / 1 б.н.э. Впрочем, российские нефтяные компании всегда оценивались с достаточно большим дисконтом.

Рекомендуемые стратегии относительной стоимости

- Petrobras как аналог. Мы полагаем, что наиболее сопоставимым аналогом российских нефтяных компаний на развивающихся рынках является Petrobras. По коэффициенту "стоимость предприятия / EBITDA" российские компании недооценены на 20% относительно бразильской. Более того, текущая оценка российского нефтяного сектора составляет всего 110% рыночной капитализации Petrobras, хотя совокупные запасы российских компаний больше в

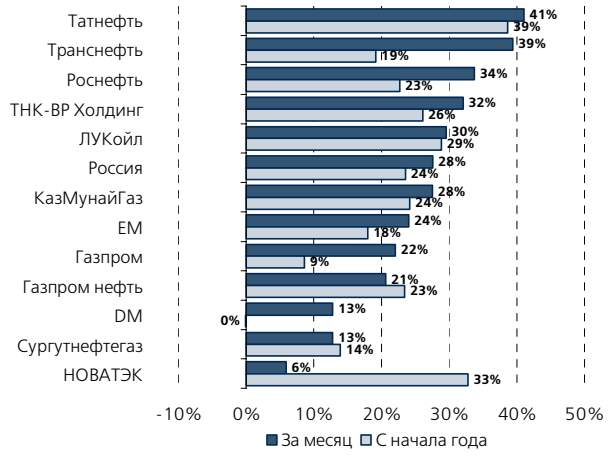
шесть раз, добыча – втрое, а прогнозируемые на 2010 год (после тяжелого 2009 года) совокупная чистая прибыль и EBITDA вдвое превышают ожидаемые показатели бразильской компании. В газовом сегменте (Газпром и НОВАТЭК) дисконт еще больше – совокупная оценка обеих компаний составляет всего 80% рыночной капитализации Petrobras, несмотря на то, что по запасам они превосходят ее в десять раз, а по добыче – впятеро (впрочем, показатель EBITDA приблизительно тот же).

- **Следите за деньгами.** Инвесторы, по-видимому, считают дисконты отчасти оправданными ввиду сохраняющегося стремления Газпрома наращивать капиталовложения. Но следует отметить, что Petrobras объявила о намерении потратить в ближайшие пять лет $174 млрд. – приблизительно столько же могла бы составить и инвестпрограмма Газпрома при оптимистичном сценарии. Если такие планы бразильской компании имеют место, трудно себе представить, каким образом ее руководство намерено генерировать свободные денежные потоки до 2013 года включительно, даже если цены на нефть значительно вырастут, а привлечение заемных средств будет значительным. Между тем все российские компании в текущем году намерены сократить капиталовложения – по меньшей мере на 25–30% в долларовом выражении. На наш взгляд, все российские нефтяные компании в 2009 году будут генерировать положительные свободные денежные потоки.

Oleg_Maximov@troika.ru, Valery_Nesterov@troika.ru, Alex_Fak@troika.ru

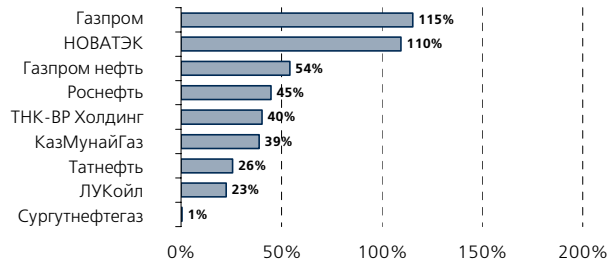
Нефть и газ. Основные показатели

Динамика акций



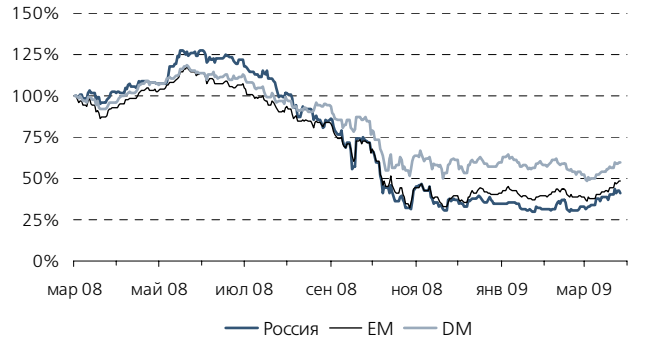
Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



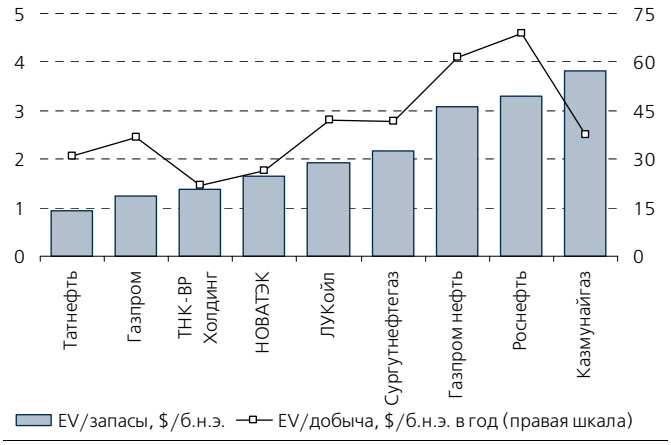
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/запасы и EV/добыча



Источник: Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена $	Целевая цена, $	Капит. $ млн.	ADT $ млн.	Реком.	2009o P/E	2009o EV/EBITDA	2009o EPS, г / г	2009o P/BV	2009o Чист. долг/EBITDA	2010o EPS, г / г
Газпром	3,96	8,50	90 478	694	ПОКУПАТЬ	4,4	3,8	-43%	0,4	1,3	-35%
ЛУКойл	41,57	51,00	34 151	328	ПОКУПАТЬ	8,3	4,6	-63%	0,7	0,6	105%
Роснефть	4,69	6,75	49 711	181	ПОКУПАТЬ	14,4	7,1	-68%	1,3	1,8	173%
Сургутнефтегаз	0,64	0,64	24 701	117	ДЕРЖАТЬ	6,4	4,1	-31%	0,8	-1,3	9%
НОВАТЭК	24,90	52,20	7 560	23	ПОКУПАТЬ	12,5	6,8	-36%	1,9	0,1	177%
Татнефть	2,63	3,30	5 403	18	ПОКУПАТЬ	7,4	4,0	-34%	0,5	0,2	116%
Газпром нефть	2,64	4,07	12 495	11	ПОКУПАТЬ	5,6	3,7	-57%	0,8	0,3	52%
КазМунайГаз	15,65	21,75	6 973	9	ПОКУПАТЬ	8,5	2,8	-56%	1,1	-4,6	26%
Транснефть	276	2 250	1 718	3	ПОКУПАТЬ	0,6	1,6	8%	0,1	1,4	6%
ТНК-ВР Холдинг	0,84	1,18	13 607	0	ПОКУПАТЬ	4,8	2,3	-54%	0,7	-0,4	49%
Россия	**–**	**–**	**247 441**	**1 382**		**5,7**	**4,0**	**–47%**	**0,6**	**0,9**	**20%**
EM	**–**	**–**	**–**	**–**		**7,3**	**5,8**	**–24%**	**1,8**	**0,9**	**11%**
DM	**–**	**–**	**–**	**–**		**11,9**	**4,7**	**–46%**	**1,6**	**0,5**	**30%**

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Черная металлургия. Тяжелое ожидание

Основные события

В отличие от 4К08, когда из-за резкого падения производства и продаж загрузка мощностей некоторых предприятий российской черной металлургии снизилась почти до 40%, последние три месяца ознаменовались подъемом в отечественной сталелитейной отрасли. В марте загрузка мощностей увеличилась до 63–84% благодаря большому спросу на экспортных рынках (преимущественно Юго-Восточной Азии), а также пополнению, пусть и в умеренных масштабах, товарных запасов в России. Это оживление заметно отличалось от ситуации в Евросоюзе и в Северной Америке, где производство почти не увеличилось ни в феврале ни, судя по отдельным фактам, в марте.

Впрочем, рост спроса на российскую сталь, возможно, окажется недолговечным: он был обусловлен не столько фундаментальными факторами, сколько стремлением потребителей восстановить часть истощившихся запасов. Мартовские данные по производству стали в России – запаздывающий индикатор: они отражают объем заказов, полученных еще в январе–феврале. Текущая же ситуация, по мнению ряда отраслевых источников, менее благоприятна.

О дальнейшем направлении движения рынка можно будет судить в ближайшие два месяца. Во-первых, мировые цены на сталь, по-видимому, приближаются "ко дну": новые контракты на поставку австралийского коксующегося угля были заключены по более высоким ценам, чем предполагалось, что увеличивает ожидаемую себестоимость производства стали и, следовательно, должно поддержать цены. Для подтверждения этого мнения осталось дождаться завершения переговоров о ценах на железную руду (мы полагаем, что их итоги станут известны уже вскоре). Цены на руду, наряду с ценой угля, позволят судить о новом уровне себестоимости производства для предприятий черной металлургии в Европе и Азии и, соответственно, о конкурентоспособности российских компаний.

Во-вторых, в апреле-мае станет ясно, стоит ли ждать традиционного сезонного всплеска спроса на сталь в России благодаря дальнейшей реализации строительных проектов, а также действительно ли, как считают многие, причина снижения спроса/продаж в том, что мировые потребители стальной продукции в последнее время работали на ранее созданных запасах (в этом случае необходимость их пополнения приведет к росту производства стали в 2К09), или все-таки в том, что спроса просто нет и в ближайшее время не будет.

Сравнение с мировыми аналогами

Что касается оценочных коэффициентов российских компаний, мы отмечаем, что используемые нами для их расчета прогнозы объемов производства стали и цен на нее, вероятно, консервативнее консенсусных. По нашим оценкам, текущее значение коэффициента "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" для российских производителей стали составляет около 5,5–6,0, что лишь немногим ниже среднего по зарубежным компаниям. Учитывая, что наши оценочные коэффициенты российских компаний консервативны, вполне возможно, что у российских акций все же есть некоторый потенциал роста по отношению к иностранным.

С фундаментальной точки зрения, низкая себестоимость производства, отличающая российские предприятия черной металлургии, должна позволить им не только пережить кризис, но и, возможно, принять участие в консолидации мировой сталелитейной промышленности в роли покупателей. Однако ближайшая перспектива не слишком благоприятна. Хотя в произ-

водственном отношении российские предприятия, вероятно, превзойдут зарубежные –более низкая себестоимость обеспечит более высокие объемы производства – пока не ясно, какой долей маржи и прибыли им придется пожертвовать.

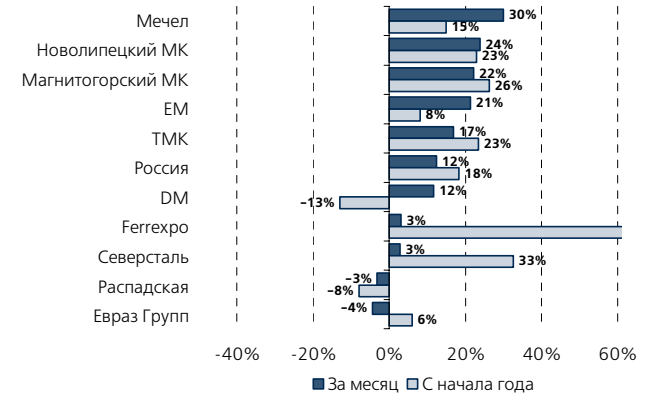
РЕКОМЕНДУЕМЫЕ СТРАТЕГИИ ОТНОСИТЕЛЬНОЙ СТОИМОСТИ

- **Магнитогорский МК.** Мы по-прежнему отдаем предпочтение компаниям, удовлетворяющим трем критериям: относительно невысокая оценка/привлекательная оценка, умеренная задолженность, более или менее ликвидные акции. Магнитогорский МК – самая дешевая акция в секторе.
- **Новолипецкий МК.** Коррекция последних дней вернула оценку компании на приемлемые уровни, и ее акции, по-видимому, готовы к новому ралли при возникновении для него благоприятных условий в случае общего положительного настроя участников рынка.

Sergey_Donskoy@troika.ru, Mikhail_Stiskin@troika.ru, Irina_Lapshina@troika.ru

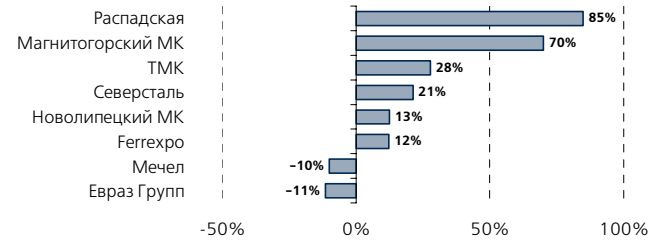
Черная металлургия. Основные показатели

Динамика акций



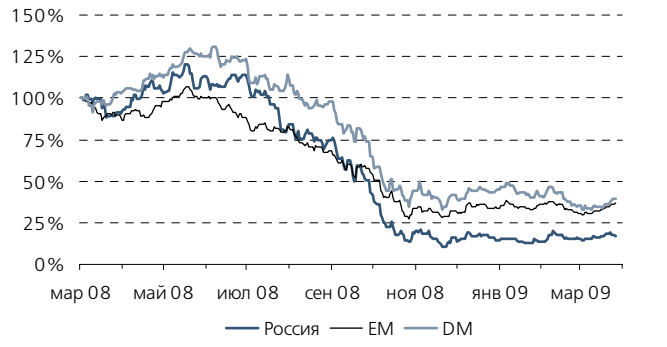
Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена $	Целевая цена, $	Капит. $ млн.	ADT $ млн	Реком.	2009o P/E	2009o EV/EBITDA	2009o EPS г/г	2009o P/BV	2009o Чист. долг/EBITDA	2010o EPS г/г
Мечел	4,41	4,10	1 836	16,1	ДЕРЖАТЬ	9,4	6,8	-85%	0,2	5,0	290%
Северсталь	3,77	4,55	3 795	14,9	ДЕРЖАТЬ	отр.	6,3	–	0,5	2,8	–
Новолипецкий Мк	1,24	1,40	7 452	14,4	ПРОДАВАТЬ	10,5	5,9	-71%	0,8	0,2	49%
Евраз Групп	8,51	7,54	2 985	6,6	ПРОДАВАТЬ	8,9	5,4	-85%	0,9	3,9	123%
Магнитогорский МК	0,247	0,417	2 755	2,4	ДЕРЖАТЬ	40,9	3,6	-95%	0,2	отр.	633%
TMK	4,38	5,60	956	2,1	ПОКУПАТЬ	6,5	4,6	-62%	0,4	3,5	206%
Распадская	0,93	1,70	727	1,7	ПОКУПАТЬ	31,2	4,2	-96%	0,5	отр.	407%
Ferrexpo	0,85	0,96	503	0,7	ПОКУПАТЬ	2,3	1,7	-40%	0,4	0,2	13%
Россия	**–**	**–**	**20 980**	**54**		**21,6**	**5,6**	**–86%**	**0,5**	**2,0**	**255%**
EM	**–**	**–**	**–**	**–**		**7,7**	**4,5**	**–20%**	**1,0**	**1,1**	**18%**
DM	**–**	**–**	**–**	**–**		**10,3**	**5,0**	**–62%**	**0,7**	**2,2**	**14%**

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Цветная металлургия и удобрения. В погоне за качеством

Основные события

Цветные металлы несколько поднялись в цене на фоне улучшения настроя рынка и благодаря активным мерам ФРС США, призванным стимулировать экономический рост. Однако избыточное предложение еще сохраняется на фоне снижения экономической активности и использования складских запасов конечными потребителями и дистрибьюторами, что приводит к затовариванию на биржах, несмотря на то что сталелитейные компании сильно сократили производство. Цены на всех рынках металлов опустились ниже 70% на кривой затрат. Единственным заметным исключением стала медь – благодаря спросу со стороны Китая и структурному дефициту этого металла до кризиса. Цена унции золота колебалась в пределах $900–950 благодаря особому статусу этого металла как одного из самых надежных активов в условиях неуклонного роста инфляционных ожиданий вследствие рефляционных мер, принимаемых правительствами многих стран. Золото в слитках – единственный объект инвестиций, который имеет шансы не потерять в стоимости при нынешней турбулентности на мировых рынках, хотя снижение спроса на ювелирные изделия и существенное увеличение поставок на рынок золота из складских запасов ограничивает потенциал дальнейшего роста металла в цене. В преддверии весенней посевной несколько возросла активность на рынке удобрений, и загрузка мощностей у их производителей стала расти, из чего следует, что рынок начал постепенно восстанавливаться.

Сравнение с мировыми аналогами

Мы по-прежнему считаем, что сектор драгоценных металлов сейчас выглядит привлекательнее базовых металлов, и мы отдаем предпочтение качеству перед стоимостью. Более того, как в России, так и за рубежом производство драгметаллов является единственной отраслью, фундаментальные показатели которой в последние полгода улучшаются, а не ухудшаются: выручка растет благодаря высокому спросу на слитки, а издержки, наоборот, сокращаются на фоне ослабления рубля и снижения цен на сырье и материалы. Мы считаем, что после массовых распродаж осенью 2008 года акции ведущих мировых золотодобывающих предприятий стоят дешевле, чем должны с учетом текущих цен на золото. При этом акции российских производителей этого металла стоят дешевле зарубежных и на их фоне весьма привлекательны, особенно если учесть, что они имеют более высокую рентабельность и лучшие перспективы роста. Акции производителей удобрений, на наш взгляд, интересны в краткосрочной перспективе, поскольку весенняя посевная, как ожидается, приведет к росту спроса, что должно поддержать цены на удобрения. Мы считаем, что восстановление в этом секторе будет естественным образом предшествовать подъему в мировой экономике. Рынок азотных удобрений, по прогнозам, начнет расти первым, а калийных и фосфатных удобрений – ближе к 2П09.

Рекомендуемые стратегии относительной стоимости

- **Peter Hambro Mining.** Компания в значительной степени дешевле аналогов и на данном этапе оценивается весьма привлекательно. На кривой затрат она находится в нижней квартили среди сопоставимых компаний. EBITDA компании в 2009 году ожидается на уровне $280 млн., а темпы роста прибыли должны оказаться гораздо выше, чем у конкурентов. Ситуация с финансированием заметно улучшилась. Несмотря на очевидное снижение ее

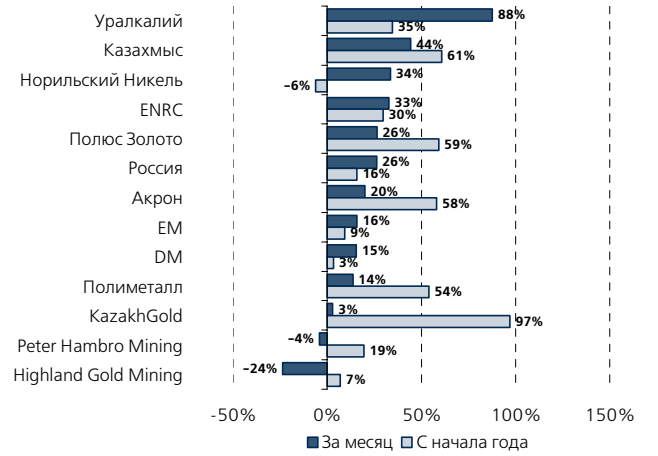
стоимости вследствие сделки с Aricom, коэффициент "цена / прибыль 2009о" для объединенной компании составит 6,5.

- **Уралкалий.** В секторе удобрений, который, как мы полагаем, начнет расти до того, как аналогичная тенденция проявится в мировой экономике, наиболее интересным объектом для инвестиций мы считаем Уралкалий. Загрузка мощностей компании постепенно растет, и в 2009 году ее чистая прибыль, по нашим прогнозам, превзойдет $1 млрд. при цене хлористого калия в $600–800 за тонну (CFR).

Mikhail_Stiskin@troika.ru, Sergey_Donskoy@troika.ru, Irina_Lapshina@troika.ru

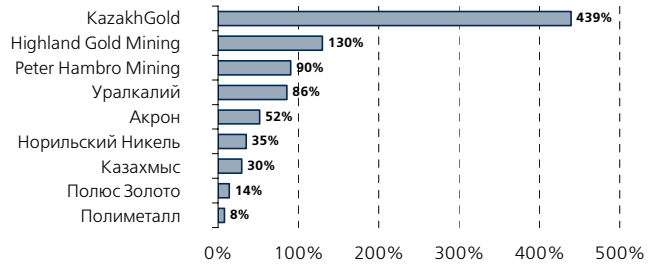
Цветная металлургия и удобрения. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена $	Целевая цена, $	Капит. $ млн.	ADT $ млн.	Реком.	2009о P/E	2009о EV/EBITDA	2009о EPS, г / г	2009о P/BV	2009о Чист. долг/EBITDA	2010о EPS, г / г
Норильский Никель	63,51	85,48	11 516	147,6	ДЕРЖАТЬ	17,0	5,9	-80%	0,5	0,5	144%
Уралкалий	2,40	4,47	5 092	43,4	ПОКУПАТЬ	3,9	2,5	-2%	1,8	-0,4	31%
Полюс Золото	43,00	49,03	7 656	34,1	ПОКУПАТЬ	21,1	11,5	53%	2,4	-1,8	36%
Казахмыс	5,41	7,03	2 897	25,3	ПОКУПАТЬ	13,4	3,5	-82%	0,4	1,9	54%
ENRC	6,35	–	8 176	16,5	–	11,7	5,0	-74%	0,9	-1,2	82%
Peter Hambro Mining	6,90	13,05	560	6,2	ПОКУПАТЬ	3,8	2,4	92%	0,9	0,4	55%
Полиметалл	6,93	7,48	2 183	2,6	ПОКУПАТЬ	13,7	7,8	75%	2,9	0,7	30%
Акрон	16,53	25,06	741	0,8	ПОКУПАТЬ	11,6	5,2	-85%	0,6	3,6	225%
KazakhGold	6,90	37,20	365	0,8	ПОКУПАТЬ	–	–	–	–	–	–
Highland Gold Mining	0,58	1,35	188	0,4	ПОКУПАТЬ	3,8	отр.	68%	0,2	-2,7	-40%
Россия	**–**	**–**	**40 880**	**235,9**		**7,4**	**4,5**	**-38%**	**0,8**	**0,4**	**61%**
EM	**–**	**–**	**–**	**–**		**11,6**	**6,2**	**-38%**	**1,1**	**0,5**	**27%**
DM	**–**	**–**	**–**	**–**		**13,5**	**6,6**	**-38%**	**1,8**	**1,1**	**19%**

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Банки. С весной появляются признаки жизни

Основные события

В марте наконец произошел отскок акций российского банковского сектора, который оказался весьма значительным. Котировки Сбербанка и ВТБ выросли соответственно на 68% и 71%, решительно опередив мировые аналоги и сопоставимые банки с развивающихся рынков, подорожавшие соответственно на 21% и 24%. Во второй половине марта объемы сделок с акциями Сбербанка были рекордно высокими: возможно, не лишены оснований слухи о приобретении как раз в этот период крупным инвестором, специализирующимся на развивающихся рынках, 3%-й доли в банке (стоимостью $400 млн.). Хотя ВТБ показал лучшую динамику, чем Сбербанк, объем торгов его акциями был средним. Вне зависимости от того, верны или нет слухи о действиях крупного инвестора, устойчивое повышение котировок в секторе объясняется удачным сочетанием низкой рыночной оценки, подъемом российского рынка на фоне преодоления нефтяными фьючерсами уровня сопротивления в $50 за баррель и заметного отскока акций мирового финансового сектора. Чтобы у инвесторов было более точное представление о реальной ситуации, отметим, что акции Сбербанка и ВТБ по-прежнему соответственно на 72% и 77% дешевле, чем годом ранее; тот же показатель в среднем по банкам развивающихся рынков равен 49%, а банкам США – "всего" 65%. Таким образом, несмотря на все проблемы, выпавшие на долю банковского сектора США (и которые ему еще предстоят), а также невзирая на мартовское ралли, "голубые фишки" в российском банковском секторе все же по-прежнему отстают.

Сравнение с мировыми аналогами

Коэффициент "цена / капитал 2009о" для российских банков равен 0,6, что подразумевает дисконт в 30–40% к аналогам из стран EMEA (0,9), но в целом сопоставимо с финансовыми коэффициентами мирового банковского сектора (0,7). Мы считаем коэффициент "цена / капитал" более показательным сейчас, чем "цена / прибыль", т. к. прогнозируемость прибыли на этот год крайне низка. У российских банков также впечатляющие оценки, если брать отношение цены и материальных балансовых активов, т. к. и у Сбербанка, и у ВТБ гудвил занимает незначительное место в капитале. Есть и другие полезные параметры для сравнения оценки банков, особенно сейчас. Это долговая нагрузка (отношение активов к капиталу) и отношение рыночной капитализации к объему розничных депозитов. У Сбербанка и ВТБ первый показатель очень неплохой, соответственно 8,2 и 7,2, последний же параметр у Сбербанка равен всего 12%, что очень хорошо, у ВТБ же он не так уж и мал – 49%.

Рекомендуемые стратегии относительной стоимости

- **Сбербанк.** Даже с учетом мартовского ралли Сбербанк остается привлекательным, давая возможность сделать ставку на потенциальный дальнейший рост его стоимости. Частично отыграв свои позиции в конце марта, при коэффициенте "цена / капитал 2009о" в 0,7 Сбербанк дешевле аналогов с развивающихся рынков на 30–35%, а сопоставимых банков стран БРИК (1,4) – более чем на 50%. Отметим, что непосредственно перед началом мирового финансового кризиса, вплоть до конца 1П07, Сбербанк стабильно стоил на 25–30% дороже аналогов с развивающихся рынков. Мы полагаем, что премия оправдана на целом ряде уровней, при анализе как "сверху вниз" (макроэкономические показатели России лучше, чем у большинства стран с развивающейся экономикой, к тому же Сбербанк пользуется

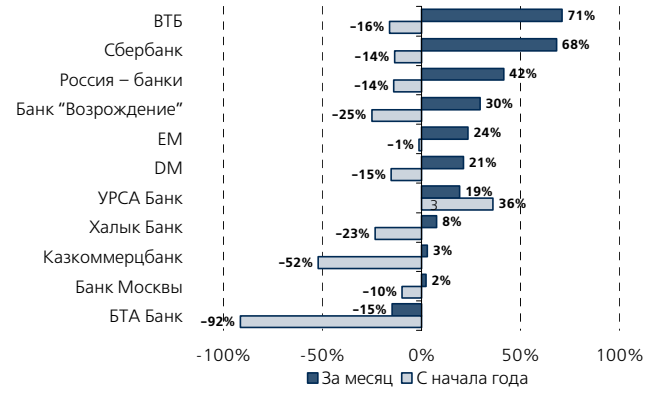
поддержкой государства), так и "снизу вверх" (для поддержания роста не требуется чрезмерно полагаться на заемные средства и долговую нагрузку), с учетом позиции банка на российском рынке (на него по-прежнему приходится 50% всех розничных депозитов), а также потенциала роста в банковском секторе России в сопоставлении с перспективами развивающихся рынков. По уровню охвата услугами, темпам роста и макроэкономической стабильности, возможно, наиболее интересным было бы сравнение с банками БРИК, и в данном случае дисконт в 50% представляется завышенным. Хотя можно найти серьезные аргументы в пользу некоторого дисконта к банкам БРИК, мы считаем, что справедливая стоимость Сбербанка должна подразумевать премию в 10–20% к банкам развивающихся рынков (коэффициент "цена / капитал" около 1,0–1,1) и, вероятно, дисконт в 10–20% к банкам БРИК, что соответствует коэффициенту "цена / капитал" на уровне 1,1–1,2. Среднее значение этих двух показателей соответствует справедливому коэффициенту "цена / капитал" около 1,1, и, значит, цене акции в $1,10, т. е. почти на 80% выше текущих котировок.

- **Банк "Возрождение".** Это еще один привлекательный, с нашей точки зрения, банк. Его коэффициент "цена / капитал" равен 0,4, т. е. это одна из самых дешевых акций в российском банковском секторе, несмотря на низкое соотношение активов и капитала и консервативную модель бизнеса. Мы выделяем этот банк, потому что он один из наиболее эффективных с точки зрения управления банков в России, и его недавно опубликованные результаты за 4К08 подтверждают это мнение, которого мы давно уже придерживаемся. К тому же, учитывая растущую маржу и солидный уровень достаточности капитала, среди негосударственных кредитных организаций Банк Возрождение имеет наибольшие шансы пережить этот год, хотя и с некоторыми потерями.

Andrew_Keeley@troika.ru, Olga_Veselova@troika.ru

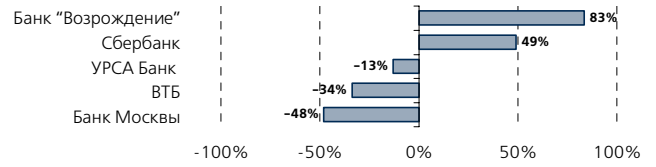
Банки. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



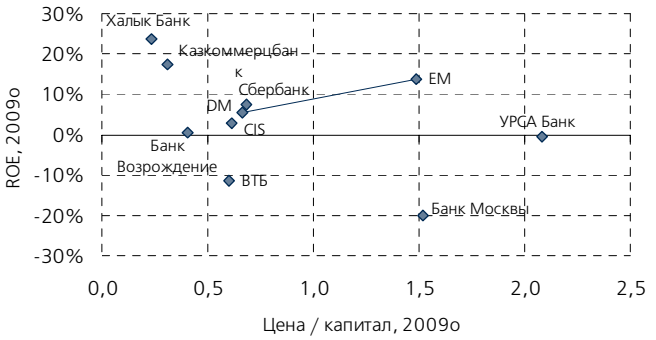
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Цена/капитал и ROAE



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена $	Целевая цена, $	Капит. $ млн.	ADT $ млн.	Реком.	2009o P/E	2009o EPS, г/г	2009o P/BV	2009o ROE	2010o P/E	2010o EPS, г/г	2010o P/BV	2010o ROE
Сбербанк	0,67	1,00	14 828	430,5	ПОКУПАТЬ	9,0	-59%	0,7	8%	5,9	54%	0,6	11%
ВТБ	1,83	1,21	6 153	59,5	ДЕРЖАТЬ	отр.	–	0,6	-12%	76,0	–	0,6	1%
Казкоммерцбанк	3,60	–	742	0,5	ПЕРЕСМОТР	1,8	15%	0,3	17%	1,5	16%	0,3	17%
Халык Банк	2,10	–	184	0,3	ПЕРЕСМОТР	1,0	32%	0,2	24%	0,8	25%	0,2	23%
Банк "Возрождение"	6,90	12,65	168	0,2	ПОКУПАТЬ	73,6	-98%	0,4	1%	отр.	–	0,4	-4%
УРСА Банк	0,31	0,27	418	0,1	ДЕРЖАТЬ	отр.	–	2,1	-1%	17,0	–	1,3	6%
Банк Москвы	21,47	11,17	2 643	0,1	ПРОДАВАТЬ	отр.	–	1,5	-20%	отр.	-30%	1,8	-16%
БТА Банк	22,87	–	123	0,1	–	–	–	–	–	–	–	–	–
СНГ	**–**	**–**	**25 258**	**491,2**		**19,7**	**–76%**	**0,6**	**3%**	**6,6**	**199%**	**0,6**	**9%**
EM	**–**	**–**	**–**	**–**		**9,4**	**–4%**	**1,5**	**14%**	**7,8**	**20%**	**1,4**	**15%**
DM	**–**	**–**	**–**	**–**		**10,7**	**77%**	**0,7**	**5%**	**8,6**	**25%**	**0,6**	**10%**

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Телекоммуникации. Поправка на кризис

Основные события

На волне кризиса российский телекоммуникационный сектор претерпел существенное падение (приблизительно на 69–70%). Дала о себе знать девальвация рубля, плюс рынок учел в цене акций ожидаемое сокращение спроса на телекоммуникационные услуги в реальном выражении со стороны населения и частного бизнеса. В целом в секторе отмечалась такая же нисходящая тенденция, как и на российском фондовом рынке. Акциям сектора не удавалось противостоять основным тенденциям рынка, но, по крайней мере, их отставание от других бумаг было не слишком значительным.

Сравнение с мировыми аналогами

Тем не менее последствия кризиса для различных сегментов рынка услуг связи отличаются. Масштабы падения котировок в сегментах мобильной и проводной связи были сопоставимы. Но в результате акции сотовых операторов всего лишь приблизились к зарубежным аналогам (их коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" равен 3,8 против в среднем 3,9 по группе аналогов). Таким образом, в результате кризиса исчезла премия в рыночной стоимости российских операторов сотовой связи к аналогам с развивающихся рынков. В секторе проводной связи хорошую динамику показал Ростелеком, но он выглядит дорогим относительно мировых аналогов, в то время как региональные операторы связи подешевели гораздо сильнее и котируются с дисконтом.

Тем не менее у российских "телекомов" по-прежнему есть отличные шансы в дальнейшем вернуть утраченные позиции – на наш взгляд, этот процесс будет идти одновременно с восстановлением экономики страны и потребительского спроса. За счет удержания хороших уровней рентабельности в большинстве сегментов они сохранили достаточную финансовую мощь для дальнейшего роста, а отказавшись от резкого повышения цен, сумели удержать прежние объемы потребления большинства услуг. По мере восстановления покупательной способности населения появится возможность поднять тарифы и, следовательно, повысить выручку. Пока же большинство компаний преодолевают сложности с ликвидностью путем реструктуризации или рефинансирования краткосрочных обязательств.

Можно предположить, что у акций компаний проводной связи потенциал роста больше (в среднем 60–65% в перспективе на год), учитывая их дисконт к зарубежным аналогам. Тем не менее вложение в сегмент проводной связи может быть связано с большими рисками, если реструктуризация Связьинвеста пойдет по пути, не учитывающему интересы миноритариев. Котировки акций операторов мобильной связи также могут восстановиться одними из первых, однако рост, по нашей оценке, будет более скромным (в среднем приблизительно 40%), так как этот сегмент рынка более эффективен, чем сегмент проводной связи.

Рекомендуемые стратегии относительной стоимости

- **Дальсвязь, СибирьТелеком, ВолгаТелеком.** По нашему мнению, если при реструктуризации Связьинвеста будут учтены интересы миноритариев, акции операторов проводной связи будут представлять собой привлекательный инструмент для инвестиций – потенциал роста большинства из них превышает 50%. Основное препятствие к открытию позиций по этим бумагам – их низкая ликвидность: среднедневной оборот большинства из них не вы-

ше $0,2–0,3 млн. Отметим, однако, довольно высокую вероятность того, что государство может не захотеть платить крупную премию к текущим ценам акций. Наиболее привлекательные, по нашему мнению, компании сегмента отличаются низкими оценочными коэффициентами, хорошим менеджментом и диверсифицированным бизнесом.

- **МТС.** Вложение в акции сегмента мобильной связи сопряжено с меньшими рисками: их динамика в большей степени зависит от исключительно рыночных факторов, да и ликвидность значительно выше. Компания, которой мы отдаем предпочтение – МТС – не подняла тарифы, в отличие от Вымпелкома. При этом у нее ниже долговая нагрузка и больше возможностей для маневра в том, что касается поддержания лояльности абонентов. К тому же акционерам МТС не угрожают ни смена руководства компании, ни различные риски, с которыми сталкиваются держатели акций его ближайшего конкурента.

Evgeny_Golossnoy@troika.ru, Anna_Lepetukhina@troika.ru

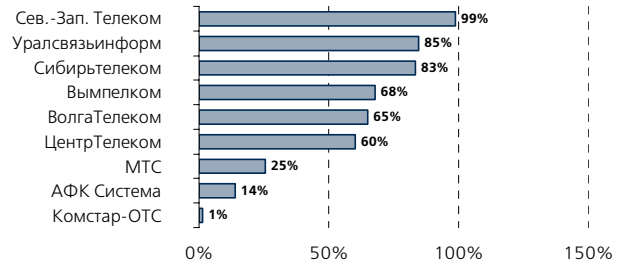
Телекоммуникации. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



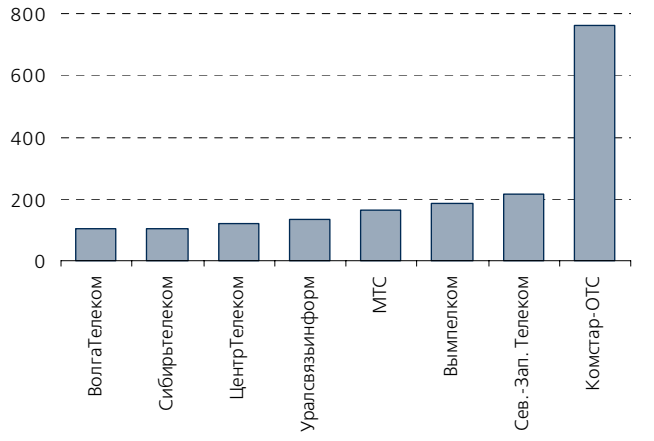
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/количество линий, $



Источник: Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена $	Целевая цена, $	Капит. $ млн.	ADT $ млн.	Реком.	2009o P/E	2009o EV/EBITDA	2009o EPS, г / г	2009o P/BV	2009o Чист. долг/EBITDA	2010o EPS, г / г
МТС	31,30	40,00	12 478	70,9	ПОКУПАТЬ	17,5	3,8	-62%	2,1	0,6	93%
Вымпелком	6,88	12,00	7 870	54,6	ПОКУПАТЬ	отр.	3,8	–	3,1	1,7	–
Ростелеком	9,05	–	6 817	14,6	–	32,8	8,8	7%	5,0	-0,3	3%
АФК Система	6,36	7,25	2 978	4,7	ПОКУПАТЬ	8,4	1,9	-69%	0,4	1,0	196%
Уралсвязьинформ	0,0106	0,0194	396	3,8	ПОКУПАТЬ	9,0	2,5	-64%	1,1	1,7	54%
Комстар-ОТС	3,55	3,60	1 484	2,3	ПОКУПАТЬ	15,2	5,7	8%	1,3	1,7	14%
ВолгаТелеком	0,74	1,23	233	0,7	ПОКУПАТЬ	9,8	2,1	-76%	0,4	1,5	22%
Сибирьтелеком	0,0127	0,0233	192	0,5	ПОКУПАТЬ	16,2	2,2	-89%	0,4	1,8	74%
Сев.-Зап. Телеком	0,189	0,372	212	0,4	ПОКУПАТЬ	отр.	2,9	–	0,3	2,3	-9%
ЦентрТелеком	0,120	0,190	246	0,2	ПОКУПАТЬ	2,5	2,1	-50%	0,6	1,5	13%
Россия	**–**	**–**	**34 269**	**152,9**		**19,1**	**3,3**	**–66%**	**1,5**	**1,1**	**112%**
EM	**–**	**–**	**–**	**–**		**9,5**	**6,9**	**–4%**	**2,0**	**3,2**	**10%**
DM	**–**	**–**	**–**	**–**		**10,5**	**4,5**	**–5%**	**1,4**	**1,4**	**8%**

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Потребительский сектор. Сокращая разрыв

Основные события

Оборот розничной торговли в феврале сократился на 2,4% к уровню годичной давности в реальном выражении. Но так как 2008 год был високосным, к результатам за февраль 2009 года необходимо прибавить 3,6% и тогда февральский рост оборота розничной торговли составит почти 1,2% к уровню годичной давности.

В марте главным событием месяца для основных игроков розничного рынка была публикация операционных результатов за февраль. Выручка Магнита увеличилась на 38% к уровню годичной давности (снизившись с 42% к уровню годичной давности в январе), что связано с преимуществами работы в формате дискаунтеров и магазинов шаговой доступности, а также с наличием собственной системы логистики. Выручка Дикси Групп выросла на 17% к уровню годичной давности, что в некоторой степени обусловлено сбоями в работе логистической цепочки компании вследствие работ по централизации компьютерной системы компании. Но в марте эти трудности должны были быть устранены. Выручка Седьмого Континента увеличилась лишь на 8% к уровню годичной давности – результаты этой сети не столь хороши вследствие изменения потребительских предпочтений в пользу более дешевых форматов.

Вимм-Билль-Данн представил результаты за 2008 год по US GAAP. Показатель EBITDA вырос на 20% к уровню годичной давности до $361,0 млн., однако чистая прибыль на фоне убытков по курсовым разницам ($60,4 млн.)снизилась на 27% к уровню годичной давности до $101,7 млн. Компания также объявила о выкупе с рынка 1,65% обыкновенных акций. По нашей оценке, доход от выкупа акций с рынка выше, чем от инвестиционных проектов в молочном сегменте, являющемся ключевым для бизнеса компании. Кроме того, выкуп акций положительно влияет на настроение инвесторов, так как свидетельствует об уверенности руководства компании в успешной реализации амбициозных планов развития.

Сравнение с мировыми аналогами

После недавней коррекции на рынке коэффициент “стоимость предприятия / EBITDA 2009о” для российского потребительского сектора составляет в среднем 5,1, в то время как девять месяцев назад он был равен 13,0. Премия к мировым аналогам сменилась дисконтом. Балансовые показатели российских компаний слабее, чем у мировых аналогов: средний коэффициент “чистый долг / EBITDA 2009о” равен 1,5 против 0,8, однако это компенсируется перспективами достойного роста выручки. Для розничных сетей, бумаги которых мы рекомендуем к покупке, мы заложили в оценочную модель рост рублевой выручки более чем на 25%, а наш анализ чувствительности свидетельствует о том, что рынок ожидает роста этого показателя приблизительно на 15%. Таким образом мы считаем, что рынок сейчас слишком негативно оценивает последствия снижения потребительского спроса для выручки компаний. Если ситуация станет более предсказуемой, акции должны быть переоценены в сторону сокращения дисконта к мировым аналогам.

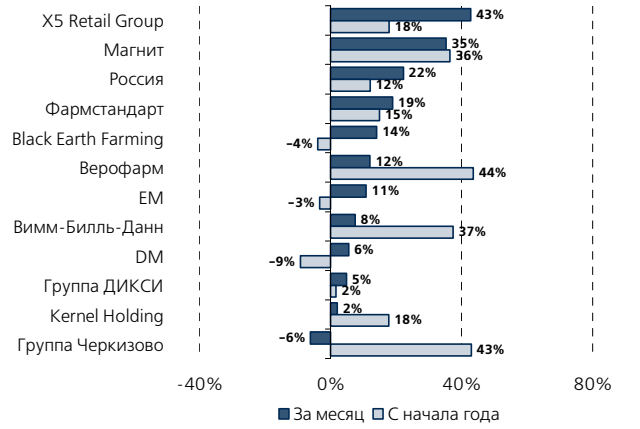
РЕКОМЕНДУЕМЫЕ СТРАТЕГИИ ОТНОСИТЕЛЬНОЙ СТОИМОСТИ

- **X5 Retail Group.** Коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" составляет 5,8. Дисконт к Магниту, Walmart de Mexico (Walmex), турецкому BIM и Migros равен соответственно 21%, 48%, 42% и 38%. У X5 Retail Group – самый высокий на российском рынке уровень денежных потоков от операционной деятельности. Кроме того, хороший послужной список в области слияний и поглощений делает компанию основным кандидатом на роль консолидатора отрасли по мере возникновения проблем с ликвидностью у более мелких игроков.
- **Вимм-Билль-Данн.** Компания наращивает долю рынка в сегментах молочных продуктов и соков, значительно улучшила управление оборотным капиталом, а также обладает устойчивыми долгосрочными перспективами роста выручки и повышения рентабельности на фоне снижения цен на сырье и расширения продуктового ассортимента. Между тем коэффициент стоимость "предприятия /EBITDA 2009о" равен 6,2, что на 34% ниже, чем у мировых аналогов (9,0). Особенно нам нравятся локальные акции компании, которые котируются с 50%-м дисконтом к ее АДР.

Victoria_Grankina@troika.ru, Mikhail_Krasnoperov@troika.ru

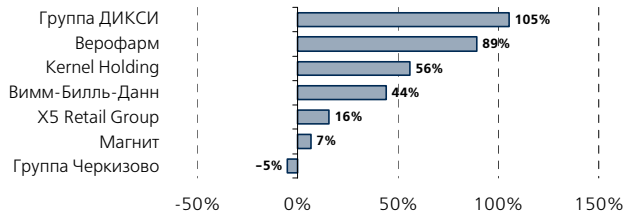
Потребительский сектор. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



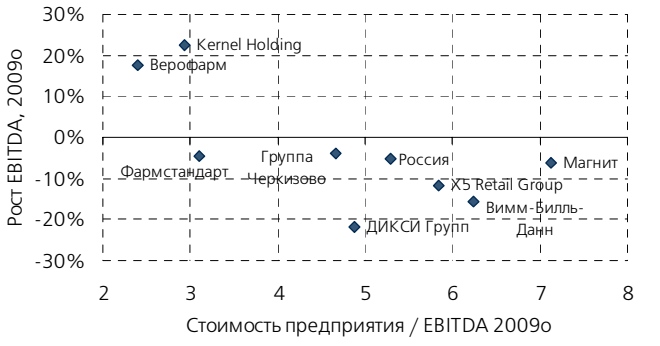
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/EBITDA и рост EBITDA



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена $	Целевая цена, $	Капит $ млн.	ADT $ млн.	Реком.	2009o P/E	2009o EV/EBITDA	2009o EPS, г / г	2009o P/BV	2009o Чист. долг/EBITDA	2010o EPS, г / г
Вимм-Билль-Данн	32,76	46,00	1 441	8,0	ПОКУПАТЬ	17,2	6,2	-18%	2,1	1,4	73%
X5 Retail Group	9,85	11,40	2 606	2,7	ПОКУПАТЬ	отр.	5,8	–	1,4	1,9	–
Фармстандарт	21,38	–	808	2,0	–	20,5	3,1	-5%	4,9	-0,3	20%
Магнит	22,50	24,00	1 873	1,9	ПОКУПАТЬ	12,9	7,1	-13%	0,7	1,6	43%
Black Earth Farming	2,24	–	279	0,3	–	8,3	3,9	–	0,7	-0,6	35%
Kernel Holding	4,85	7,55	333	0,3	ПОКУПАТЬ	3,3	2,9	-29%	0,9	0,5	-4%
Верофарм	13,50	26,50	135	0,1	ПОКУПАТЬ	3,3	2,4	14%	0,7	0,3	9%
Группа ДИКСИ	1,85	3,80	159	0,1	ПОКУПАТЬ	отр.	4,9	510%	0,5	3,0	–
Группа Черкизово	2,00	1,90	178	0,1	ДЕРЖАТЬ	2,8	4,7	-34%	0,2	3,4	32%
Россия	**–**	**–**	**7 813**	**15,5**		**13,9**	**5,3**	**–**	**1,3**	**1,5**	**111%**
EM	**–**	**–**	**–**	**–**		**14,1**	**7,1**	**-2%**	**2,2**	**0,7**	**18%**
DM	**–**	**–**	**–**	**–**		**12,2**	**6,9**	**2%**	**1,9**	**1,1**	**8%**

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Электроэнергетика. В апреле прояснится

Основные события

За минувший месяц российский сектор электроэнергетики вырос на 15%, превысив темпы роста аналогичных секторов как на развивающихся (11%), так и на развитых (4%) рынках. Лучшую динамику котировок в марте продемонстрировали Интер РАО (рост на 43%) и РусГидро (на 31%). Рост котировок ФСК ЕЭС был ниже среднего по сектору – ее акции за месяц подорожали на 10%. В марте руководство РусГидро подтвердило прежний прогноз EBITDA и чистой прибыли на 2009 год, что было позитивно воспринято рынком. Интер РАО получило от РусГидро и ФСК ЕЭС в доверительное управление 61,9% акций ОГК-1. По всей видимости, Интер РАО можно рассматривать как потенциального выгодоприобретателя в случаях изменения структуры собственности в российском генерирующем секторе. Кроме того, поскольку на долю экспортных поставок электроэнергии приходится около 50% выручки компании, ослабление рубля не оказывает негативного влияния на ее показатели. За последние 12 месяцев российские электроэнергетические компании сильно подешевели – на 80%. Падение котировок было вдвое глубже, чем у иностранных аналогов за тот же период. Отчасти этот разрыв объясняется девальвацией рубля.

Сравнение с мировыми аналогами

Ключевым катализатором роста для сектора станет совещание по вопросам развития электроэнергетики, которое премьер-министр Владимир Путин, как ожидается, должен провести 9 апреля. На совещании, возможно, будет решена проблема, связанная с отсутствием долгосрочной модели рынка мощности, и приняты меры по облегчению бремени капиталовложений для предприятий сектора. На наш взгляд, сокращение инвестиционных программ стало бы весьма благоприятным фактором для отрасли в целом.

По среднему коэффициенту “стоимость предприятия / EBITDA 2009о” российские электроэнергетические компании котируются с 67%-м дисконтом к мировым аналогам, дисконт к сопоставимым предприятиям развивающихся рынков составляет 55%. Среднее значение мультипликатора для сектора рассчитано с учетом наших новых прогнозов, в том числе осторожной оценки дальнейшей динамики свободных цен на электроэнергию, объемов выработки и курса рубля. Отметим также, что сейчас задолженность российских электроэнергетических компаний, как правило, невелика.

Рекомендуемые стратегии относительной стоимости

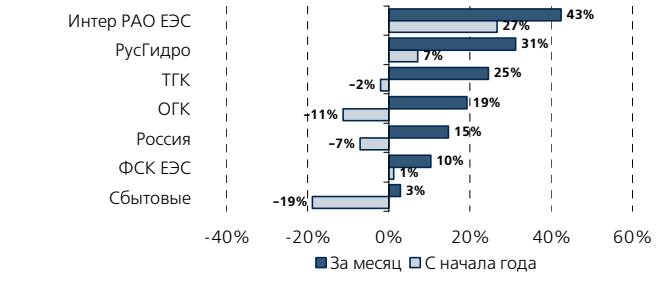
- **РусГидро.** Текущий коэффициент “стоимость предприятия / EBITDA 2009о” для РусГидро – 3,5, что составляет всего 63% среднего значения этого показателя для гидрогенерирующих компаний с развивающихся рынков. Акции РусГидро – самый высоколиквидный инструмент российского электроэнергетического сектора. Системный оператор удовлетворяет заявки на загрузку генерирующих мощностей ГЭС в первую очередь (в отличие от тепловых). Более того, в 2009 году плата за мощность составит около 70% выручки РусГидро, что обеспечит ей дополнительную финансовую стабильность. В марте руководство компании подтвердило прежний прогноз EBITDA и чистой прибыли на 2009 год, и это позитивный фактор для рынка. Перспективы инвестиционной программы (основной риск для РусГидро) будут зависеть от итогов совещания по вопросам развития отрасли, которое должно состояться под председательством Владимира Путина в апреле.

- **ФСК ЕЭС.** Текущий коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" для компании равен 5,1, что составляет 114% среднего показателя для аналогов с развивающихся рынков, но всего 60% того же мультипликатора для сетевых компаний с развитых рынков. По нашим оценкам, начиная с 2010 года (когда компания планирует перейти на систему тарифообразования RAB) ФСК ЕЭС будет демонстрировать существенный рост прибыли. Более высокие темпы роста оправдывают более высокий коэффициент. В то время как регуляторный риск в связи с переходом на систему RAB сохраняется, что обусловлено неопределенностью как с первоначальной базой капитала (iRAB), так и с регулируемой нормой доходности, совокупный объем денежных средств и предназначенных для продажи активов на балансе компании составляет $4,5–5,8 млрд. (в зависимости от того, как оценивать принадлежащие ФСК ЕЭС пакеты акций четырех ТГК). Текущая рыночная капитализация ФСК ЕЭС ниже, то есть, покупая акции компании, инвесторы получают ее сетевые активы практически даром, даже по консервативной оценке. Оценочный коэффициент "стоимость предприятия / RAB 2009о" составляет 0,4, т.е. 36% среднего значения этого показателя для итальянских магистральных компаний (1,2).
- **Холдинг МРСК.** Сопоставление текущей рыночной капитализации холдинга и совокупной оценки его составных частей свидетельствует о том, что текущий дисконт к последней составляет 40% (это меньше, чем в предыдущем месяце, когда дисконт был около 50%). Для сопоставимых компаний с развивающихся рынков средний коэффициент "стоимость предприятия / RAB" составляет 1,26, а для Холдинга МРСК его оценочное значение – 0,26, что составляет 21% от среднего значения этого показателя для сопоставимых компаний, и, таким образом, является привлекательным.

Alexander_Kotikov@troika.ru, Igor_Vasilyev@troika.ru

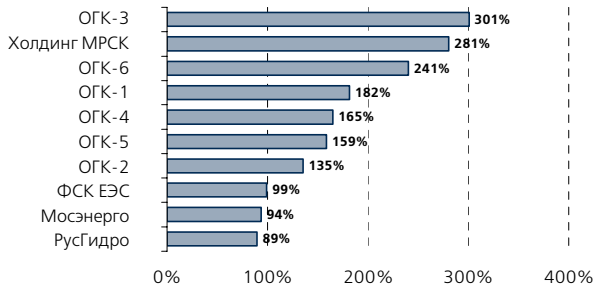
Электроэнергетика. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



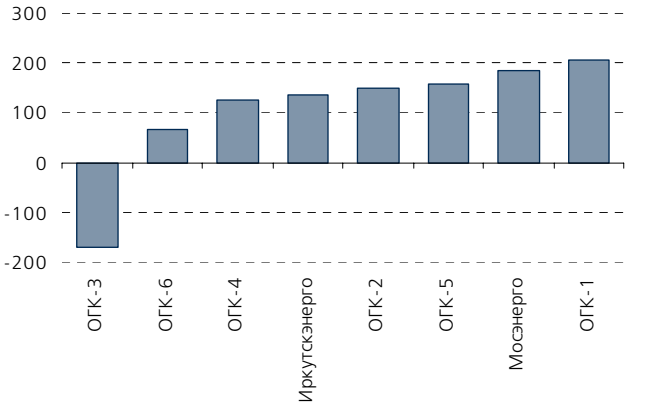
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

EV/мощность, $/кВт



Источник: Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена	Целевая	Капит.	ADT		2009o					2010o
	$	цена, $	$ млн.	$ млн.	Реком.	P/E	EV/EBITDA	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	EPS, г / г
РусГидро	0,0217	0,0409	5 308	17,3	ПОКУПАТЬ	8,4	3,5	-16%	0,5	-0,5	39%
ФСК ЕЭС	0,0043	0,0085	4 902	10,6	ПОКУПАТЬ	21,9	5,1	146%	0,3	-0,8	60%
Холдинг	0,0298	0,1135	1 249	1,5	ПОКУПАТЬ	–	–	–	–	–	–
МРСК	0,000280	–	637	1,3	–	отр.	–	–	–	–	184%
ОГК-4	0,0143	0,0377	901	0,6	ПОКУПАТЬ	отр.	10,0	–	0,3	1,7	–
Иркутскэнерго	0,167	–	794	0,4	ПЕРЕСМОТР	5,4	4,4	73%	0,4	2,4	–
ОГК-2	0,0086	0,0204	282	0,4	ПОКУПАТЬ	отр.	22,9	–	0,2	17,9	24%
ОГК-1	0,0083	0,0234	370	0,3	ПОКУПАТЬ	отр.	25,1	–	0,4	20,3	4%
ОГК-5	0,0241	0,0625	852	0,3	ПОКУПАТЬ	отр.	9,2	–	0,3	3,4	–
Мосэнерго	0,0272	0,0526	1 081	0,3	ПОКУПАТЬ	отр.	5,4	–	0,2	2,4	–
ОГК-6	0,0086	0,0294	278	0,2	ПОКУПАТЬ	отр.	4,8	–	0,2	2,6	169%
МОЭСК	0,0265	–	1 291	0,2	–	20,1	7,0	-30%	0,5	3,4	16%
ОГК-3	0,0129	0,0517	614	0,2	ПОКУПАТЬ	5,2	отр.	-47%	0,1	-37,6	-9%
Россия	**–**	**–**	**29 005**	**35,9**		**14,5**	**4,5**	**1%**	**0,3**	**0,9**	**74%**
EM	**–**	**–**	**–**	**–**		**9,4**	**8,0**	**52%**	**1,1**	**3,0**	**30%**
DM	**–**	**–**	**–**	**–**		**10,3**	**6,5**	**8%**	**1,3**	**3,0**	**6%**

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Транспорт. Некоторые акции по-прежнему недооценены

Основные события

Пассажирооборот у российских авиакомпаний в феврале продолжил сокращаться. По предварительным данным, за месяц он понизился в сравнении с уровнем годичной давности на 27%, тогда как в январе – на 17%. Учитывая, что авиаперевозки являются не самой необходимой услугой для большинства населения, мы полагаем, что авиатранспорт останется одним из наиболее уязвимых секторов транспортной отрасли в ходе нынешнего кризиса. У Аэрофлота пассажиропоток в феврале сократился по сравнению с уровнем февраля 2008 года на 16,1% против январских 2,5%. У ЮТэйр в январе и феврале этот показатель уменьшился на 17,1%.

Транспортная группа FESCO представила предварительные операционные результаты за 2008 год. Показатели выручки и EBITDA превзошли наши ожидания. Однако в свете начавшихся в 4К08 значительных перемен на рынке транспортных перевозок, эти результаты уже не так актуальны. Ситуация в отрасли морских грузоперевозок остается сложной: фрахтовые ставки на сухогрузы продолжают опять снижаться, контейнерный импорт падает, а активность в сегменте железнодорожных перевозок остается слабой. FESCO существенно зависит от импорта автомобильных комплектующих и электроники из Юго-Восточной Азии, а спрос на эти товары сокращается из-за падения частного потребления. Кроме того, по крайней мере до конца 1П09 невысоким, скорее всего, останется и спрос на сырьевые товары.

Акции ГЛОБАЛТРАНСа в феврале выросли на 94%, главным образом благодаря растущим ценам на нефть и улучшению настроя инвесторов. Кроме того, компания остается недооцененной, однако в краткосрочной перспективе ее акции, скорее всего, будут по-прежнему волатильными ввиду высокой зависимости компании от спроса на сырьевые товары.

Новороссийский морской торговый порт (НМТП) в феврале показал 11%-й рост грузооборота в сравнении с уровнем годичной давности. Отметим существенное повышение объемов перевалки нефти (+10%), нефтепродуктов (+12%) и зерна (+985%), благодаря чему не столь заметным оказалось снижение оборота контейнеров (–49%) и цветных металлов (–27%).

Сравнение с мировыми аналогами

Экономическая ситуация по-прежнему непростая, и в краткосрочной перспективе транспортные акции, как мы полагаем, будут двигаться главным образом в боковом тренде.

Мы ожидаем дальнейшего снижения пассажирооборота в сегменте авиаперевозок: в условиях экономической неопределенности основная часть населения, скорее всего, будет ограничивать дискреционные расходы. Крупные авиакомпании, впрочем, могут показать более высокие результаты на общем фоне благодаря расширению своей доли на рынке за счет малых и средних перевозчиков.

С изрядной осторожностью мы смотрим на грузовые перевозки морского сегмента. Дисбаланс спроса и предложения в отрасли, по нашим прогнозам, будет препятствовать росту акций морских перевозчиков из-за слабого спроса и давления на фрахтовые ставки.

Крупные порты, обрабатывающие широкий спектр грузов, причем прежде всего тех, спрос на которые наименее эластичен, имеют хороший шанс сохранить стабильные показатели оборота.

Мы полагаем, что сегмент железнодорожных перевозок уже достиг "дна". Правда, по нашим прогнозам, существенного роста в 1П09 не ожидается.

РЕКОМЕНДУЕМЫЕ СТРАТЕГИИ ОТНОСИТЕЛЬНОЙ СТОИМОСТИ

- В транспортном секторе мы по-прежнему считаем самыми привлекательными акции Новороссийского морского торгового порта. Коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" у компании составляет 4,2 против среднего у аналогичных компаний в 10,2.
- Нам также нравятся акции Глобалтранса – мы делаем ставку на то, что объемы железнодорожных грузоперевозок во 2П09 стабилизируются. Коэффициент "стоимость предприятия / EBITDA 2009о" у компании равен 3,7, что намного ниже среднего уровня этого показателя, рассчитанного для железнодорожных перевозчиков Северной Америки (5,8) и развивающихся рынков (7,7).

Kirill_Kazanli@troika.ru, Gennady_Sukhanov@troika.ru

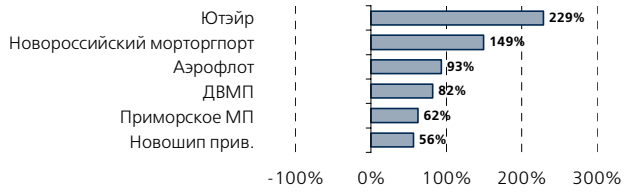
Транспорт. Основные показатели

Динамика акций



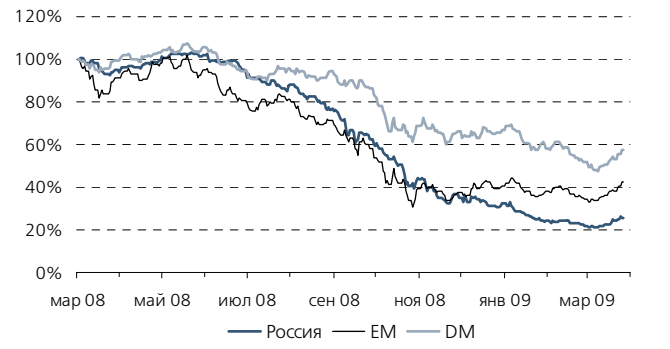
Источник: Bloomberg

Потенциал роста до целевой цены



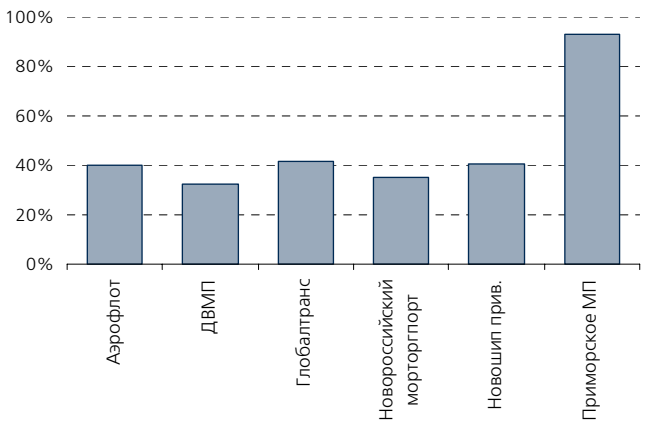
Источник: Тройка Диалог

Россия и мировые рынки



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Премия к мировым аналогам по EV/EBITDA



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена $	Целевая цена, $	Капит. $ млн.	ADT $ млн.	Реком.	2009o P/E	EV/EBITDA	EPS, г / г	P/BV	Чист. долг/EBITDA	2010o EPS, г / г
Аэрофлот	1,05	2,02	1 162	2,1	ДЕРЖАТЬ	7,5	4,5	72%	0,9	2,3	48%
Новороссийский морторгпорт	4,50	11,22	1 156	1,4	ПОКУПАТЬ	8,9	4,2	27%	2,6	1,0	90%
Глобалтранс	1,62	2,00	190	0,2	ПОКУПАТЬ	отр.	3,7	–	0,4	2,4	–
ДВМП	0,220	0,400	564	0,1	ДЕРЖАТЬ	7,9	3,8	-57%	0,3	1,8	-11%
Ютэйр	0,091	0,300	53	0,0	ДЕРЖАТЬ	отр.	6,1	249%	0,5	5,7	-58%
Новошип прив.	2,400	–	943	0,0	–	5,4	4,7	-30%	0,5	1,9	-3%
Приморское МП	0,123	0,200	98	0,0	ДЕРЖАТЬ	отр.	10,7	227%	0,2	9,5	-9%
Россия	**–**	**–**	**4 165**	**3,8**		**9,5**	**4,6**	**–30%**	**0,6**	**2,4**	**68%**
EM	**–**	**–**	**–**	**–**		**16,4**	**10,8**	**–5%**	**1,6**	**4,1**	**37%**
DM	**–**	**–**	**–**	**–**		**13,3**	**5,4**	**–19%**	**1,1**	**2,2**	**25%**

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Машиностроение. Автораспродажа

Основные события

Мировая автомобильная отрасль переживает довольно сложные времена: необычайно резко сократились продажи автомобилей по всему миру, загрузка мощностей упала до беспрецедентно низких уровней. По самым свежим февральским данным, реализация легковых автомобилей сократилась к уровню годичной давности в России на 38%, в США на 41%, в Европе – на 18%. Текущая рыночная капитализация "большой четверки" российского автопрома – ГАЗа, КамАЗа, АвтоВАЗа и Sollers – близка к $1 млрд., тогда как год назад она составляла около $15 млрд. Динамика в секторе намного более удручающая, чем общемировые тенденции в целом: индексы MSCI и FTSE для автомобильных компаний упали приблизительно на 50% к уровню годичной давности, отдельные автопроизводители, такие как GM и Ford – соответственно на 84% и 48%.

Из федерального бюджета будет выделено до $3 млрд. на поддержку отрасли в форме госзакупок, субсидирования процентных ставок и гарантий по банковским вкладам. Одновременно госбанки предоставят автомобилестроителям долгосрочные кредиты для рефинансирования текущих долговых обязательств. Аналогичные меры приняты и в ряде других стран. Франция и Великобритания намерены вложить около $3 млрд. в поддержку собственного автопрома. Однако другие европейские государства не поддержали подобные меры стимулирования промышленности, т. к. они противоречат принципам свободной конкуренции.

У многих мировых гигантов индустрии, таких как GM и Ford, чрезмерно высокая долговая нагрузка, а их акции рынок оценивает как стрессовые активы, т. е. ситуация сопоставима с той, в которой оказались российские автопроизводители. Средний коэффициент "цена / выручка 2009о" по мировой отрасли равен 0,09, а соотношение "стоимость предприятия / выручка 2009о" – 0,54. Это близко к соответствующим показателям российских автомобилестроителей. У борющегося за выживание ГАЗа коэффициент "цена / выручка 2009о" составляет 0,06, а "стоимость предприятия / выручка 2009о" – 0,54. Те же показатели Sollers равны соответственно 0,09 и 0,53.

Сравнение с мировыми аналогами

По оценкам, в этом году продажи легковых автомобилей в России упадут минимум на 30%, а реализация коммерческих грузовиков может сократиться даже на 50%. Эксперты отрасли предсказывают аналогичный спад в Европе и США. Устойчивый спрос восстановится только после стабилизации ситуации на рынках кредитования.

В ближайшее время инвесторы всего мира будут внимательно следить за развитием событий в автомобилестроении США, главным образом за судьбой GM и Chrysler. Любой решительный шаг со стороны государства, направленный на поддержку отрасли, будет определяющим для отношения инвесторов к автопроизводителям всего мира, в том числе к российским, и скажется на динамике котировок их акций.

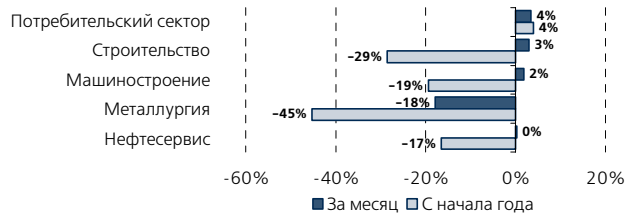
Рекомендуемые стратегии относительной стоимости

- **Sollers.** Мы считаем, что Sollers находится в более выгодном положении, чем другие отечественные автомобилестроители. Хотя у него серьезная долговая нагрузка (около $700 млн.), компания, скорее всего, полностью выполнит свои обязательства. Ассортимент ее продукции отлично диверсифицирован и позиционирован на рынке по соотношению цены и качества. Производственные мощности компании одни из самых современных в России и не требуют дополнительных инвестиций.

Gennady_Sukhanov@troika.ru, Mikhail_Ganelin@troika.ru

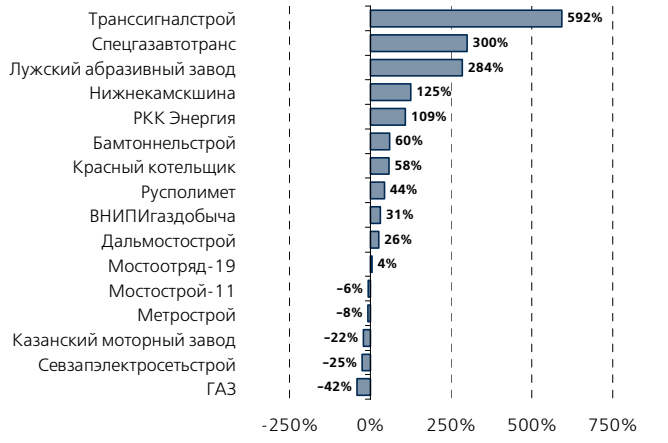
Машиностроение. Основные показатели

Динамика акций



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Потенциал роста до целевой цены*



* среднее значение индикативного диапазона

Источник: Тройка Диалог

Сравнительная оценка

	Цена	Капит.	ADT	2008o			2009o		
	$	$ млн.	$ млн.	P/E	EPS, г/г	EV/EBITDA	P/E	EPS, г/г	EV/EBITDA
ГАЗ	12,00	195	0,07	отр.	-165%	6,7	отр.	77%	22,1
Sollers	4,22	145	1,02	1,3	8%	3,5	6,8	-80%	5,7
РКК Энергия	76,50	71	0,01	6,3	45%	4,0	5,8	9%	3,8
Красный котельщик	0,263	56	0,02	3,6	70%	2,3	5,2	-32%	2,8
Силовые машины	0,043	375	0,04	отр.	-99%	6,5	14,8	–	4,9
Нижнекамскшина	0,36	23	0,01	13,2	-230%	2,8	51,9	-75%	3,7
Казанский моторный завод	8,95	57	0,00	5,0	-2%	3,5	9,0	-44%	4,7
Севзапэлектросетьстрой	2 875	120	0,01	3,8	-27%	1,9	12,7	-70%	4,4
Лужский абразивный завод	1 600	38	0,00	1,2	8%	0,2	1,7	-31%	0,0
Бамтоннельстрой	1 000	109	0,03	3,2	41%	2,1	10,9	-71%	3,5
Дальмостострой	95,00	64	0,01	10,0	-43%	5,0	6,9	45%	5,1
Метрострой	203	48	0,00	1,9	43%	1,3	9,4	-79%	4,0
Мостоотряд-19	1 675	127	0,03	5,5	28%	2,1	26,1	-79%	6,7
Мостострой-11	1 545	134	0,00	3,4	140%	1,1	9,8	-65%	4,6
Русполимет	0,0195	78	0,01	4,4	-24%	2,7	5,6	-22%	3,2
Спецгазавтотранс	22,51	21	0,00	3,3	500%	1,6	5,2	-36%	1,9
Транссигналстрой	65,00	16	0,01	0,5	-2%	отр.	1,4	-65%	отр.
ВНИПИгаздобыча	875	102	0,01	3,0	-8%	1,0	4,9	-39%	1,5

Источник: Bloomberg, IBES, Тройка Диалог

Долговые бумаги. На волне оптимизма

Внешний долг: американские горки

Основные события

В марте рынок российских облигаций сбросил зимнее уныние и преисполнился надежды благодаря ощутимому улучшению настроя его участников. Воцарился оптимизм и на мировом рынке, поскольку правительства и центральные банки по всему миру приступили к реализации различных программ поддержки экономики, и последняя стала по крайней мере показывать менее разочаровывающие результаты. На фоне успешного размещения корпоративных облигаций развивающиеся рынки вновь стали интересны инвесторам. Некоторый подъем цен на нефть позволил международным инвесторам с большим оптимизмом отнестись к российским суверенным и квазисуверенным бумагам. Банковские инструменты тоже выиграли благодаря росту ликвидности. Наконец, даже к многострадальным корпоративным инструментам вернулись силы вместе с ростом цен на сырьевые товары (помимо нефти и газа). В то же время российские банки продолжали охотно скупать корпоративный долг. Обошлось без громких дефолтов, которыми так часто пугали инвесторов еще пару месяцев назад.

Сравнение с мировыми аналогами

Мы ожидаем продолжения роста в ближайшие недели и месяцы на фоне улучшения прогнозов дальнейшего развития ситуации в мировой экономике, стабилизации российской экономики и улучшения состояния торгового баланса и счета текущих операций РФ, произошедшего за счет так называемой управляемой девальвации с последующей стабилизацией рубля. Суверенным бумагам наверняка сыграют на руку купонные и амортизационные платежи. Спред Россия-30, вероятно, сузится с нынешних 530–540 б. п. приблизительно до 400–450 б. п. В результате улучшится конъюнктура и для квазисуверенных заемщиков – таких как Газпром, который сейчас как раз проверяет состояние рынка на предмет размещения новых облигаций. И хотя в ближайшее время разместить на рынке какие-либо инструменты под приемлемую доходность будет непросто, уже тот факт, что крупнейшие российские заемщики хотя бы задумались над этим вопросом, уже весьма обнадеживает.

Рекомендуемые стратегии относительной стоимости

- **Россия–30.** Все еще хороший потенциал роста благодаря спросу со стороны как российских, так и зарубежных инвесторов.
- **Газпром–20.** Единственная облигация компании с амортизационным фондом и премией.
- **ТНК–ВР – 12.** Самая привлекательная облигация в нефтегазовом секторе.
- **Вымпелком–13.** Риски компании хорошо захеджированы до конца 2009 года, а денежные потоки к концу периода, по всей вероятности, будут значительными.
- **Северсталь–13.** Бумага вот-вот будет включена в ломбардный список ЦБ РФ, что обеспечит ей дополнительный спрос со стороны российских инвесторов.
- **АЛРОСА.** Самая дешевая квазисуверенная бумага, которая по идее должна выиграть от недавней девальвации рубля.

Внутренний долг: веселый март

Основные события

Март на российском рынке внутреннего долга выдался весьма бурным. Поскольку рубль стабилизировался, а ликвидности, пусть и недешевой, было достаточно, инвесторы решили пустить в ход свои денежные запасы и принялись покупать качественные рублевые бумаги. Рост ликвидности сыграл на руку и многим эмитентам. Некоторые даже сумели разместить новые или продать на рынке ранее выкупленные бумаги. Москва, которой несколько недель не удавалось реализовать свои ультракороткие инструменты, завершила, наконец, их размещение, после чего эти облигации стали расти. По менее надежным облигациям случилась целая серия дефолтов. Правда, воодушевляет при этом то, что заемщики предлагают разумные варианты реструктуризации своих обязательств, а кредиторы с готовностью на них соглашаются. Хороший пример компромисса по результатам переговоров подают, в частности, Амурметалл и авиакомпания "Сибирь".

Сравнение с мировыми аналогами

Рынок рублевых облигаций, по нашим прогнозам, будет чувствовать себя хорошо благодаря стабилизации российской валюты и многочисленным случаям неэффективного ценообразования на рынке. В центре всеобщего внимания, как мы ожидаем, будут субфедеральные бумаги. При этом большую эмиссионную активность здесь, как ожидается, проявит Москва. Сильно пострадавшие в свое время облигации Московской области и так уверенно дорожают в последние месяцы, а в конце апреля, когда наступит срок погашения МО-4, они, как ожидается, обретут новые стимулы к росту. Если выпуск МО-4 будет успешно погашен (а мы ожидаем, что так и будет), отношение инвесторов к эмитенту, равно как и к другим субфедеральным заемщикам, должно улучшиться.

Рекомендуемые стратегии относительной стоимости

- **Москва–45** и **МО–6.** Эти бумаги, вероятно, выиграют от улучшения настроя на рынке субфедеральных обязательств.
- **Транскредитбанк** и **Красная стрела.** Их риск сильно зависит от риска, присущего РЖД. Потенциальным источником их роста может стать даже скромное улучшение ситуации в экономике.
- **Русфинанс Банк – 4.** Банк-эмитент полностью принадлежит группе Societe Generale, имеет инвестиционный рейтинг по шкале Moody's и является привлекательным по соотношению "цена / качество".
- **УРСА Банк – 10.** Котировки бумаги еще не в полной мере отражают положительный эффект от слияния банка с МДМ-Банком.
- **Югтелеком.** Доходность этих инструментов явно слишком высока, если учесть, что их эмитент – региональная телекоммуникационная компания с развитым бизнесом, которая может претендовать на поддержку со стороны государства.

Alexander_Kudrin@troika.ru, Anton_Tabakh@troika.ru

Долговые бумаги. Основные показатели

Доходность к погашению 10-летних КО США и наиболее надежных корп. облигаций



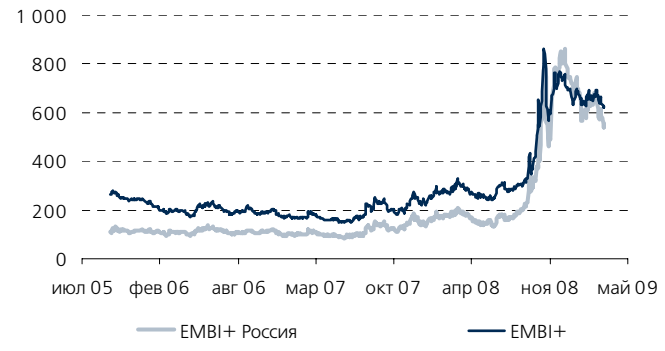
Источник: Bloomberg

Спред Россия-30 к 10-летним КО США и 5-летний российский CDS



Источник: Bloomberg

Спреды EMBI+ Russia и EMBI+ к КО США, б. п.



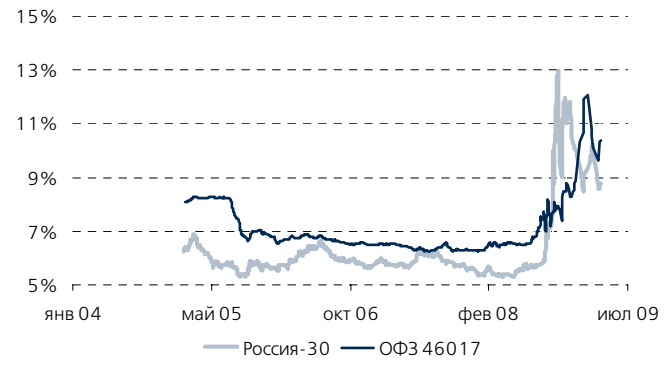
Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Доходность к погашению



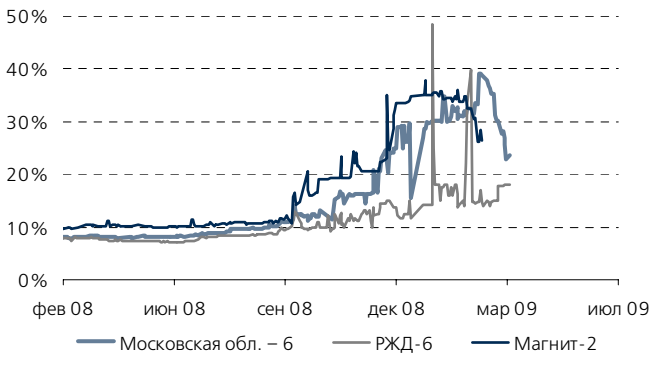
Источник: компании, Bloomberg

Эффективная доходность к погашению



Источник: Bloomberg

Доходность к погашению



Источник: ММВБ

Опционы. Подразумеваемая волатильность продолжает снижаться

Мартовский рост рынка был мощным, быстрым и волатильным. Реализованная 20-дневная волатильность Индекса РТС составила 65% – высокий показатель, особенно для растущего рынка.

Подразумеваемая волатильность во время ралли, естественно, снизилась, но взрывной характер роста не допустил слишком резкого ее падения. Так, подразумеваемая 60-дневная волатильность Индекса РТС уменьшилась приблизительно на 10 п.п. до 63% и почти сравнялась с 60-дневной реализованной волатильностью. Дальнейшее значительное снижение подразумеваемой волатильности, скорее всего, едва ли возможно без уменьшения волатильности реализованной, а для этого нужно, чтобы цены акций на время стабилизировались.

Российский skew в последние месяцы снизился, но в относительном выражении остается высоким. Разница между 90%-й и 110%-й волатильностью Индекса РТС (июньский контракт) превышает 12%, тогда как в США и Европе skew последнее время является низким, вероятно под давлением покупки OTM-коллов: для Индекса S&P 500 он едва превышает 2%, для Индекса MSCI (биржевой фонд) – 6–7%. В случае стабилизации рынка российский skew под влиянием мировых трендов может в ближайшем будущем уменьшиться.

В США Индекс волатильности VIX держится чуть выше отметки 40%. Многие полагают, что пробитие индексом этого важного уровня поддержки ознаменовало бы собой начало нового этапа снижения подразумеваемой волатильности.

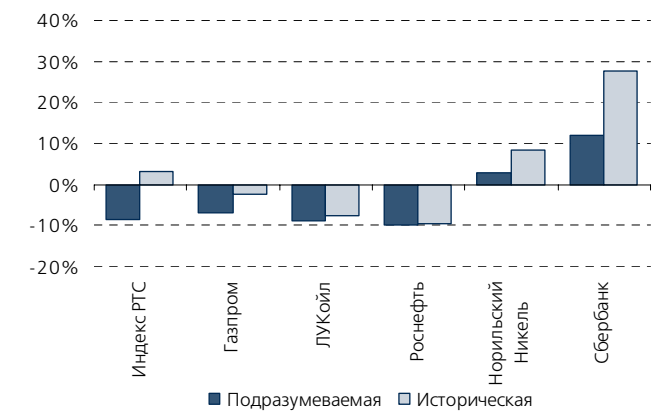
Denis_Agaponov@troika.ru

Опционы в деньгах на отдельные акции

	Последняя цена $	С нач. месяца	Июн 2009 Ист. вол.	Июн 2009 Подраз. вол.	Июн 2009 С нач. месяца	Сен 2009 Ист. вол.	Сен 2009 Подраз. вол.	Сен 2009 С нач. месяца
Газпром	3,96	22,6%	123,8%	73,6%	-6,3%	110,5%	71,3%	-7,6%
ЛУКойл	41,57	29,4%	139,4%	75,3%	-6,3%	122,3%	66,7%	-3,5%
Роснефть	4,69	33,3%	139,4%	78,0%	-4,9%	122,3%	67,8%	-9,3%
Норильский Никель	63,51	34,4%	170,8%	100,1%	-5,0%	152,1%	105,2%	4,9%
Сбербанк	0,67	68,7%	122,9%	96,3%	15,2%	123,6%	75,9%	-4,8%
			Июн 2009			Сен 2009		
РТС	721,16	32,4%	64,0%	65,2%	-35,4%	88,5%	58,2%	-14,0%

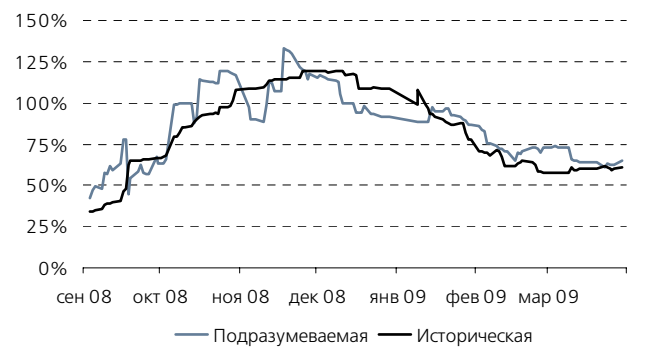
Source: Troika estimates

Помесячное изменение 60-дневной волатильности



Источник: Тройка Диалог

60-дневная волатильность Индекса РТС

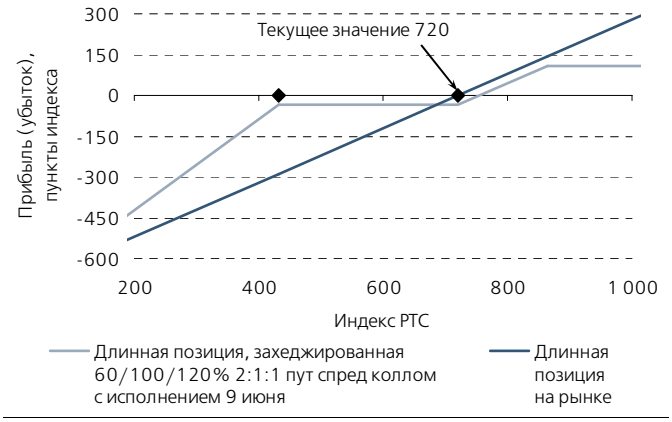


Источник: Тройка Диалог

Покупка июньского 60% / 100% пут-спреда на Индекс РТС в соотношении 2:1 с продажей июньского 120% колла

Ралли было настолько интенсивным, что мировые рынки быстро оказались перекупленными. Увеличение денежной массы вселяет некоторую надежду на продолжение роста, однако на случай коррекции рынка полезно создать хедж для защиты прибыли. Рекомендуем покупку июньского 60% / 100% пут-спреда на Индекс РТС в соотношении 2:1, частично профинансированную за счет продажи июньского 120% колла. Стоимость позиции – 4,85%. При снижении Индекса РТС, не превышающем 40%, стратегия создает полный хедж. Чем глубже дальнейшее падение, тем меньшую защиту она обеспечивает, однако остается доходной, пока потери индекса не достигнут 75,15%.В случае роста доход от длинных позиций по индексу, с учетом стоимости хеджирования, ограничен 15,15%.

Прибыль (убыток) стратегии на дату экспирации

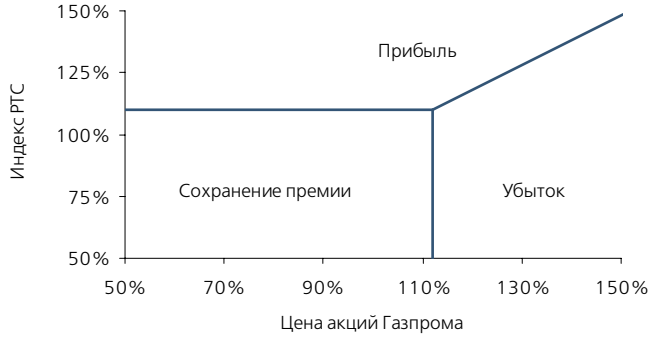


Источник: Bloomberg

Продажа 110% колла на Газпром с исполнением в сентябре, покупка такого же колла на Индекс РТС

Наши аналитики считают, что в ходе ралли акции Газпрома, несмотря на свой эталонный статус, могут отстать от рынка, т. к. инвесторов беспокоит, что концерн генерирует слишком мало свободных денежных потоков. Рекомендуем воспользоваться потенциальным отставанием Газпрома, создав стратегию относительной стоимости с использованием коллов. Можно продать сентябрьский 110% колл на Газпром и купить сентябрьский же 110% колл на Индекс РТС, что создаст 2%-й чистый кредит на позицию (инвестор получает деньги). В случае роста рынка к дате экспирации более чем на 10%, доход инвестора составит разность между приростом индекса и Газпрома, а в случае падения рынка – сохранит 2%-ю премию, полученную при открытии позиции.

Прибыль (убыток) стратегии на дату экспирации

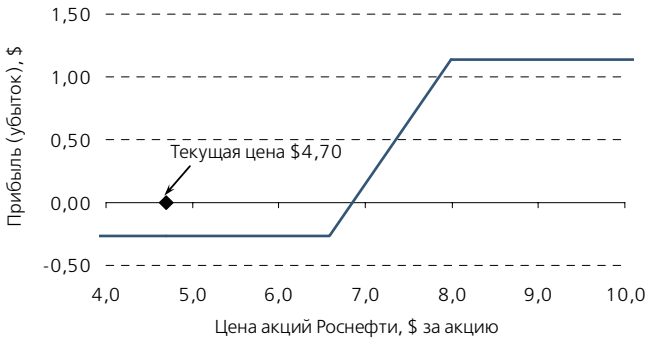


Источник: Bloomberg

Покупка 140% / 170% колл–спреда на Роснефть с исполнением в декабре

На наш взгляд, долгосрочные колл-спреды – привлекательный инструмент для сохранения ставки на дальнейший рост рынка при ограниченном риске. Можно купить долгосрочные колл-спреды "вне денег" на "голубые фишки", например 140% / 170% колл-спред на Роснефть с исполнением в декабре. Стоимость стратегии – 5,75%, что представляет собой и максимальный убыток инвестора. Между тем, если цена акций Роснефти на дату экспирации колл-спреда достигнет более высокого из двух страйков, т. е. повысится на 70% или более по сравнению с текущими уровнями, позиция принесет доход в 30% от номинала, что в 5,2 раза превышает уплаченную премию. По сути, покупка колл-спреда выгодна, если инвестор оценивает вероятность 70%-го роста Роснефти более чем в 20%.

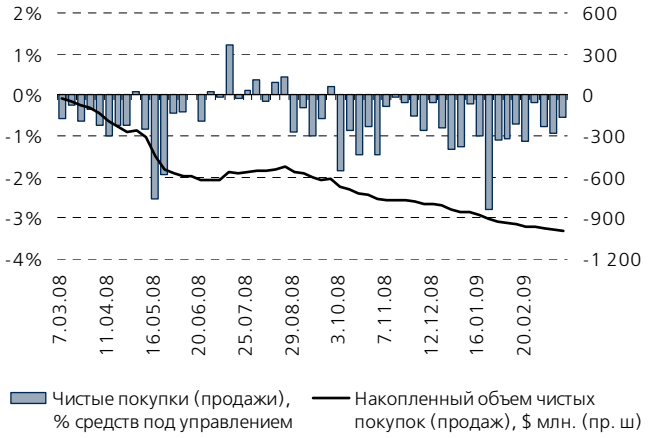
Прибыль (убыток) стратегии на дату экспирации



Источник: Bloomberg

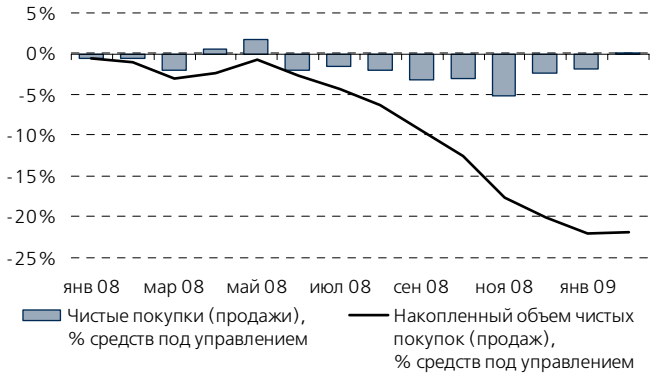
Средства под управлением / сырьевые рынки

Активы под управлением российских ПИФов



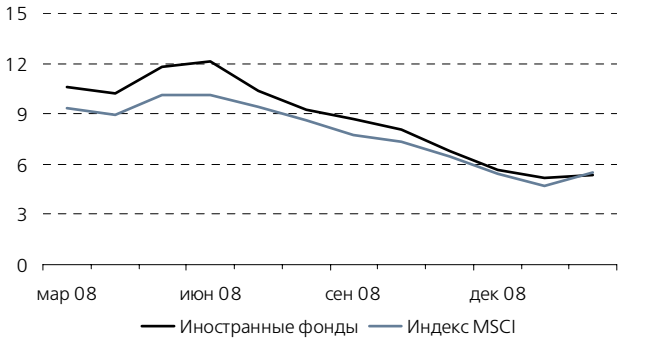
Источник: Investfunds.ru

Приток средств иностранных фондов в Россию



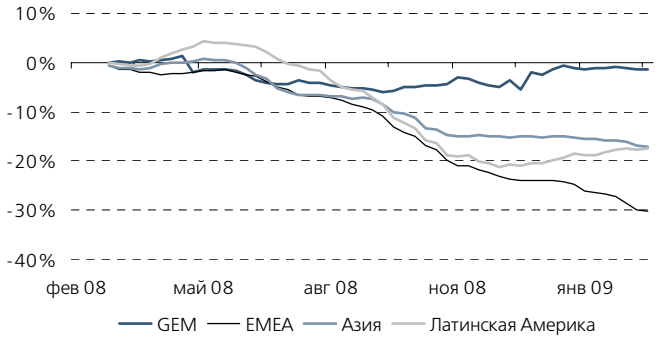
Источник: Emergingportfolio.com

Вес российских акций в портфелях фондов EM



Источник: Emerging portfolio.com, MSCI

Приток средств на развивающиеся рынки / объем средств под управлением



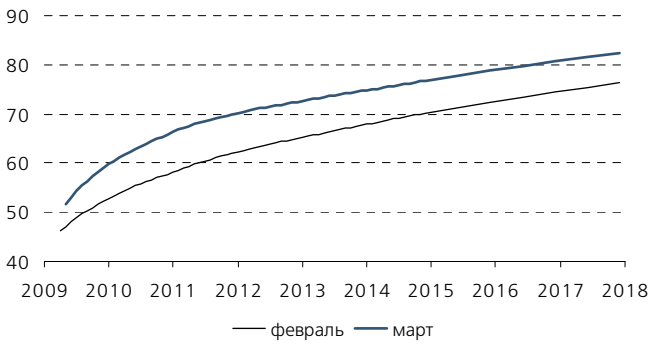
Источник: EPFR Global

Прогноз цен на сырьевые товары

	Текущая цена	За месяц	С начала года	Прогноз на 2009 Bloomberg	ТД
Брент, $ / барр.	51,96	16%	24%	54,00	49,00
Юралз, $ / барр.	50,40	12%	20%	н/д	45,00
Медь, $ / т	3 924	13%	29%	3 737	3 750
Никель, $ / т	9 507	-5%	-18%	12 309	12 500
Энергетич. уголь, $ / т	96,50	-5%	-2%	н/д	75,00
Золото, $ / унция	936	-1%	6%	894	884
Платина, $ / унция	1 143	8%	22%	995	930
ГК прокат, $ / т	390	0%	0%	н/д	403

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

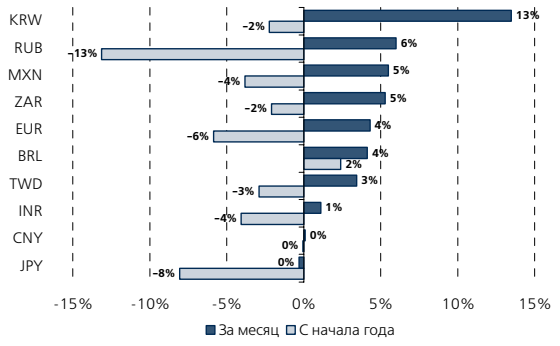
Форвардные контракты Брент, $ / барр.



Источник: Bloomberg

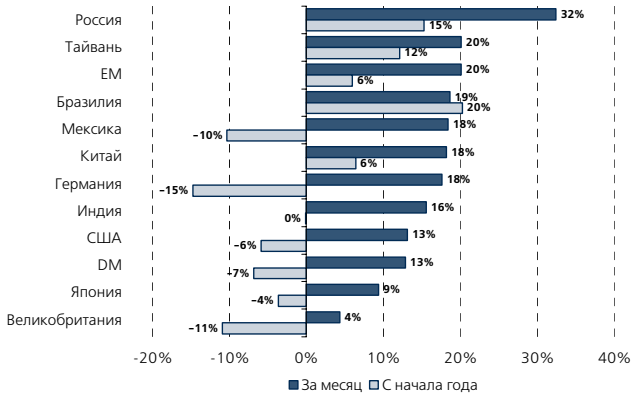
Мировой рынок

Динамика валют



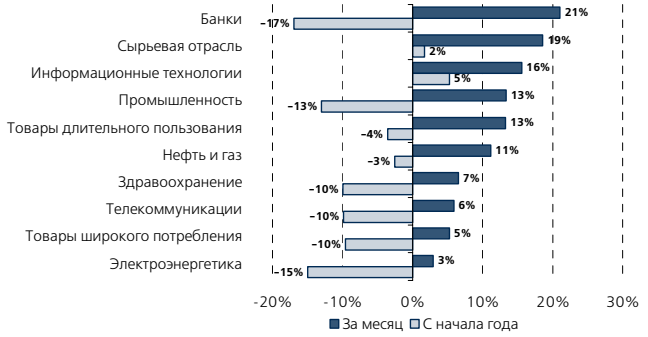
Источник: Bloomberg

Динамика фондовых рынков



Источник: Bloomberg (индексы MSCI), РТС, ПФТС

Динамика секторов



Источник: Bloomberg (индексы MSCI)

Динамика отраслевых индексов MSCI



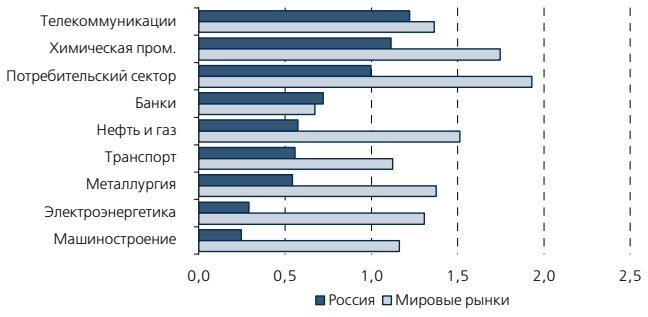
Источник: MSCI

Россия и мировые рынки, "цена / прибыль 2009о"



Источник: Bloomberg

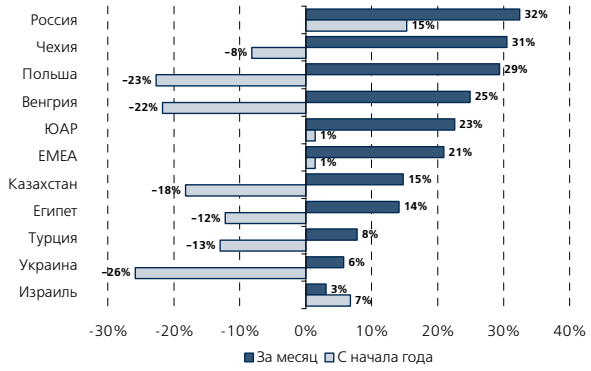
Россия и мировые рынки, "цена / балансовая стоимость 2009о"



Источник: Bloomberg

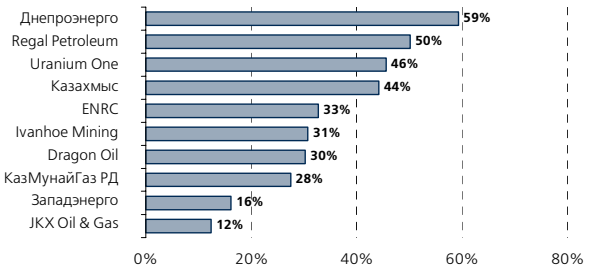
Рынки EMEA

Динамика фондовых рынков



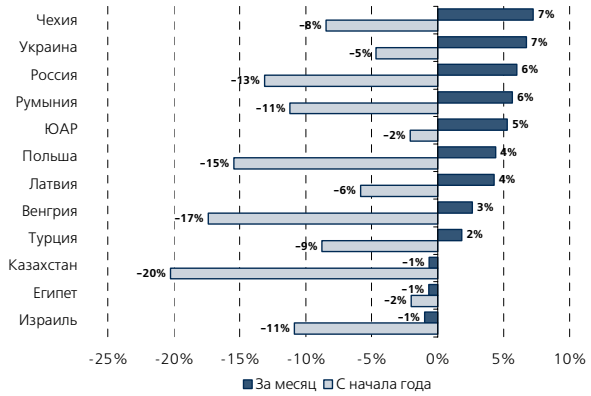
Источник: Bloomberg

Лидеры в СНГ



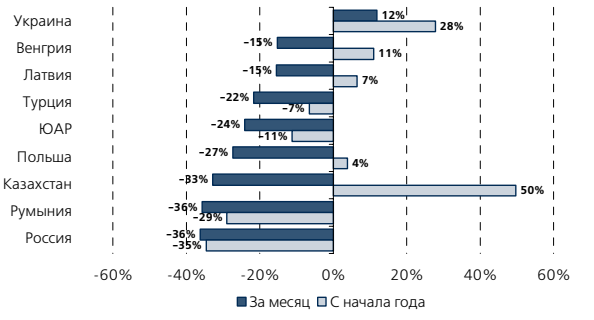
Источник: Bloomberg

Динамика валют



Источник: Bloomberg

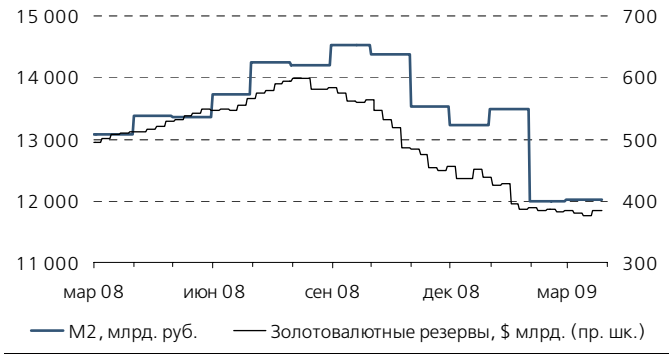
Динамика CDS



Источник: Bloomberg

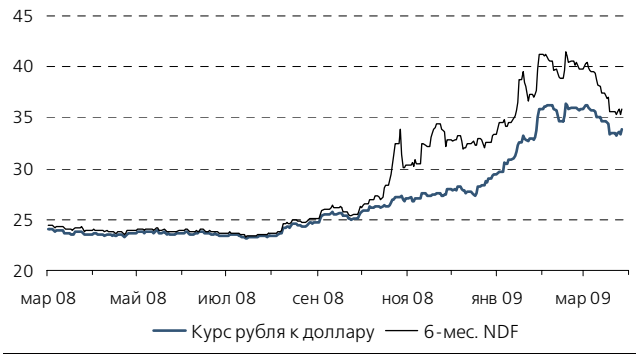
Макроэкономические показатели

M2 и золотовалютные резервы



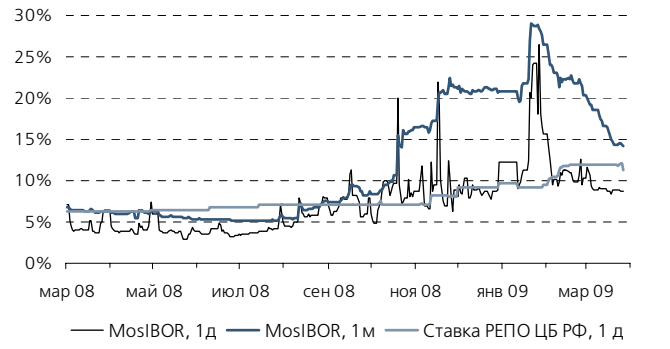
Источник: ЦБ России

Курс рубля к доллару



Источник: Bloomberg

Ставки денежного рынка



Источник: Bloomberg

Макроэкономические показатели

	2007	2008о	2009о
Номинальный ВВП, $ млрд.	1 289	1 670	1 250
Реальный ВВП, % изм.	8,1	5,6	3,0
Реальный объем пром. пр-ва, % изм.	6,0	2,1	0,5
Реальное потребление населения, % изм.	13,1	11,5	1,0
Реальные инвестиции в основной капитал, % изм.	20,8	9,1	4,0
Бюджет / ВВП, %	5,4	4,1	-6,0
ИПЦ на конец года, % изм.	11,9	13,4	12,0
ИЦП на конец года, % изм.	21,0	-7,0	9,0
Денежное предложение на конец года, % изм.	47,5	1,7	15,0
Безработица, %	6,5	6,2	8,0
Средняя начисленная зарплата, тыс. руб.	13,6	17,1	18,8
Экспорт товаров, $ млрд.	354,0	471,8	237,0
Импорт товаров, $ млрд.	225,3	292,0	180,0
Торговый баланс, $ млрд.	128,7	179,8	57,0
Счет текущих операций, $ млрд.	76,6	98,9	9,0

Источник: Росстат, Тройка Диалог

Ликвидность

Ликвидность

	ADT за 30 дней, $ млн.	ММВБ	РТС	ГДР/АДР	ОТС
Россия	2 346,52	53%	0%	35%	12%
Газпром	680,38	46%	0%	36%	18%
Сбербанк	421,25	92%	0%	0%	7%
ЛУКойл	324,37	43%	0%	51%	6%
Роснефть	177,96	46%	0%	44%	10%
Норильский Никель	145,38	69%	0%	24%	6%
Сургутнефтегаз	113,28	43%	0%	20%	36%
МТС	69,41	7%	0%	85%	7%
ВТБ	59,10	79%	0%	17%	4%
Вымпелком	53,38	0%	0%	100%	0%
Уралкалий	43,30	60%	0%	37%	2%
Полюс Золото	33,51	63%	0%	30%	7%
НОВАТЭК	23,01	19%	0%	77%	4%
Татнефть	17,35	43%	0%	45%	12%
РусГидро	15,97	51%	1%	0%	48%
Мечел	15,92	0%	0%	98%	2%
Ростелеком	14,53	66%	0%	29%	5%
Северсталь	14,33	56%	0%	37%	7%
Новолипецкий МК	13,34	18%	0%	72%	10%
ФСК ЕЭС	10,57	68%	3%	0%	29%
Газпром нефть	10,18	78%	0%	16%	5%
Вимм-Билль-Данн	7,91	0%	0%	99%	0%
Евраз Групп	6,61	0%	0%	100%	0%
Peter Hambro Mining	6,14	0%	0%	100%	0%
Oriflame	5,04	0%	0%	100%	0%
West Siberian Resources	4,89	0%	0%	100%	0%
АФК "Система"	4,65	8%	0%	92%	0%
Уралсвязьинформ	3,73	95%	1%	0%	4%
СТС Медиа	3,48	0%	0%	100%	0%
Транснефть	3,07	92%	1%	0%	7%
X5 Retail Group	2,69	0%	0%	100%	0%
Полиметалл	2,61	53%	0%	44%	3%

Источник: Bloomberg, РТС, ММВБ

Список используемых сокращений

ADT – средний дневной оборот

P/E – цена / прибыль

P/BV – цена / балансовая стоимость (капитал)

EV / EBITDA – стоимость предприятия / EBITDA

ROE – доход на капитал

EPS – доход на акцию

DM – развитые рынки

EM – развивающиеся рынки

RAB – регулируемая база капитала

Руководство компании

Председатель совета директоров группы компаний Тройка Диалог	Рубен Варданян
Глава Управления инвестиционно-банковской деятельности и глобальных рынков	Жак Дер Мегредичян
Главный экономист	
Управляющий директор	Евгений Гавриленков

Аналитическое управление **(495) 258 05 11**

Начальник управления	Паоло Занибони	(495) 787 23 81
Стратегический анализ		
Главный аналитик	Кингсмилл Бонд, CFA	+44 (207) 583 32 57
Аналитик	Андрей Кузнецов	(495) 933 98 44
Нефть и газ		
Старший аналитик	Олег Максимов	(495) 933 98 30
Аналитик	Алекс Фэк	(495) 933 98 29
Аналитик	Валерий Нестеров	(495) 933 98 32
Электроэнергетика		
Старший аналитик	Александр Котиков	(495) 933 98 41
Аналитик	Игорь Васильев	(495) 933 98 42
Телекоммуникации, ИТ и медиа		
Старший аналитик	Евгений Голосной	(495) 933 98 34
Аналитик	Анна Лепетухина	(495) 933 98 35
Металлургия		
Старший аналитик	Сергей Донской, CFA	(495) 933 98 40
Старший аналитик	Михаил Стискин	(495) 933 98 39
Младший аналитик	Ирина Лапшина	(495) 933 98 52
Машиностроение		
Аналитик	Геннадий Суханов, CFA	(495) 933 98 50
Аналитик	Михаил Ганелин	(495) 933 98 51
Финансовый сектор		
Старший аналитик	Эндрю Кили	(495) 933 98 45
Аналитик	Ольга Веселова	(495) 933 98 46
Потребительский сектор, недвижимость		
Старший аналитик	Виктория Гранкина	(495) 933 98 36
Аналитик	Михаил Красноперов	(495) 933 98 38
Младший аналитик	Виталий Чакин	(495) 258 05 11
Химическая промышленность		
Старший аналитик	Михаил Стискин	(495) 933 98 39
Транспорт		
Аналитик	Кирилл Казанли	(495) 933 98 53
Компании малой и средней капитализации		
Аналитик	Геннадий Суханов, CFA	(495) 933 98 50
Аналитик	Михаил Ганелин	(495) 933 98 51
Анализ рынка		
Младший аналитик	Надежда Утенкова	(495) 933 98 55
Экономика		
Старший экономист	Антон Струченевский	(495) 933 98 43
Опционы		
Аналитик	Денис Агапонов, CFA	(495) 258 05 11
Долговые бумаги		
Руководитель группы	Александр Кудрин	(495) 933 98 47
Старший аналитик	Антон Табах, CFA	(495) 933 98 57
Старший аналитик	Алексей Булгаков	(495) 933 98 66
Аналитик	Екатерина Сидорова	(495) 933 98 49
Украина		
Старший аналитик	Роман Захаров	+38 (044) 207 37 80
Экономист	Ирина Пионтковская	
Старший аналитик	Евгений Гребенюк	
Старший аналитик	Питер Келлер	
Старший аналитик	Александр Мартыненко	
Аналитик	Александр Цепенда	
Казахстан		
Нач. управления	Эмиль Милушев	(727) 244 23 33
Аналитик	Заурбек Жунисов	
Аналитик	Айнур Медеубаева	

Главный офис, Москва

Россия, 125009 Москва
Романов переулок, дом 4
Тел. (495) 258 05 00
Факс (495) 258 05 47

Аналитич. управление	(495) 258 05 11
Операции с акциями	(495) 258 05 50
Операции с долговыми бумагами	(495) 258 05 10
Трейдеры	(495) 258 05 25
Опционы	(495) 258 05 55
Структурные продукты	(495) 258 05 72
Продукты казначейства	(495) 258 05 30

Санкт-Петербург

Россия, 194153, Санкт-Петербург
Финляндский проспект, дом 4, лит. А
Бизнес-центр "Петровский форт"
Тел. (812) 332 33 00; факс (812) 332 66 57

Владивосток

Россия, 690091 Владивосток
ул. Мордовцева, дом 6
Тел. (4232) 49 99 25; факс (4232) 49 99 26

Волгоград

Россия, 400131 Волгоград
ул. Мира, дом 11
Тел. (8442) 96 82 11; факс (8442) 33 51 98

Воронеж

Россия, 394000 Воронеж
ул. Плехановская, дом 43
Тел. (4732) 35 56 47; факс (4732) 61 99 61

Екатеринбург

Россия, 620026 Екатеринбург
ул. Куйбышева, дом 44
Центр Международной Торговли, офис 101, 201
Тел./факс (343) 310 70 00

Иркутск

Россия, 664003, Иркутск
ул. Ленина, дом 19
Тел./факс (3952) 56 36 36

Казань

Россия, 420107 Казань
ул. Спартаковская, дом 6
Офисный центр «Suvar Plaza»
Тел./факс (843) 526 55 22

Краснодар

Россия, 350000 Краснодар
ул. Красная, дом 41
Тел./факс (861) 210 6061

Красноярск

Россия, 660049, Красноярск
Проспект Мира, дом 26
Тел. (3912) 91 81 00; факс (3912) 91 81 02

Набережные Челны

Россия, 423810, Набережные Челны
Проспект Мира, дом 52/16 (3/01)
Тел. (8552) 39 51 00; факс (8552) 39 51 03

Нижний Новгород

Россия, 603006, Нижний Новгород
ул. Алексеевская, дом 10/16
Бизнес-центр "Лобачевский Plaza", 6 этаж
Тел. (831) 220 1949

Новосибирск

Россия, 630004, Новосибирск
Проспект Димитрова, дом 1
Тел. (383) 210 55 02; факс (383) 210 55 03

Пермь

Россия, 614000 Пермь
ул. Ленина, дом 58
Тел. (342) 218 61 46; факс (342) 218 61 49

Ростов-на-Дону

Россия, Ростов-на-Дону
ул. Красноармейская, дом 206
Тел./факс (863) 268 88 99

Самара

Россия, 443001 Самара
ул. Молодогвардейская, дом 204
Тел. (846) 378 00 00; факс (846) 273 33 28

Саратов

Россия, Саратов
ул. Соборная, дом 21М
Тел. (8452) 23 95 95; факс (8452) 23 70 37

Тольятти

Россия, 445047, Тольятти
Южное шоссе, дом 35а (20 квартал)
Тел. (8482) 53 33 55; факс (8482) 50 92 38

Тюмень

Россия, 625000 Тюмень
ул. 8 марта, д. 2/9А, 2 этаж
Тел. (3452) 39 54 50; факс (3452) 39 54 51

Уфа

Россия, 450077 Уфа
ул. Достоевского, дом 100/1
Тел. (347) 279 88 80; факс (347) 279 88 81

Хабаровск

Россия, 680030 Хабаровск
ул. Постышева, д. 22а
Бизнес-центр «Хабаровск-Сити», офис 205
Тел. (4212) 41 51 62; факс (4212) 41 51 65

Челябинск

Россия, 454091, Челябинск
ул. Пушкина, дом 60
Тел. (351) 267 50 30; факс (351) 267 46 79

Ярославль

Россия, 150000, Ярославль
ул. Трефолева, дом 22
Тел. (4852) 67 04 07; факс (4852) 67 04 06

Тройка Диалог США

Carnegie Hall Tower
152 West 57th Street, 44th Floor
New York, NY 10019
Тел. +1 (212) 300 9600; факс +1 (212) 300 9601

Тройка Диалог Великобритания

85 Fleet Street, 4th Floor
London EC4Y 1AE
Тел. +44 (20) 7583 3257; факс +44 (20) 7822 0779

Тройка Диалог Украина

Украина, 01025 Киев
Рыльский пер., дом 6, 6 этаж
Тел. +380 (44) 207 37 80; факс +380 (44) 207 37 84

Тройка Диалог Алматы

Казахстан, Алматы
ул. Курмангазы, дом 61а, 7 этаж
Тел. +7 (727) 244 23 33; факс +7 (727) 244 24 41

Тройка Диалог Кипр

57 Digeni Akrita Ave
Zachariades Building, Office 301
Nicosia CY-1070
Тел. +357 (22) 87 5380; факс +357 (22) 87 5393

Настоящий аналитический отчет подготовлен Тройкой Диалог или ее аффилированным лицом, указанным в настоящем отчете, и содержит информацию только общего характера. Содержащие здесь информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов, других инструментов или производных на какой-либо из них. Этот отчет не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить этот отчет. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в этом отчете, а также учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем.

Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не предназначена для предоставления налогового совета, не является налоговым советом и не может быть использована кем-либо для предоставления такого совета. Инвесторам необходимо самостоятельно получить налоговый совет у независимого налогового советника, основываясь на их индивидуальных обстоятельствах.

Содержащиеся в настоящем отчете информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые мы, в целом, считаем надежными. Однако, не существует никаких гарантий и не предоставляется никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем отчете, или исправлять неточности.

Время от времени Тройка Диалог, ее аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем отчете. Тройка Диалог проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение действительного или потенциального конфликта интересов.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, может быть получена от Тройки Диалог по запросу. Этот отчет не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Тройки Диалог.

Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель отчета, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного отчета вправе использовать данный отчет только в случае, если он является таким допустимым получателем.

© ТРОЙКА ДИАЛОГ 2009