

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ

Деньги на бочку: на что делать ставки?

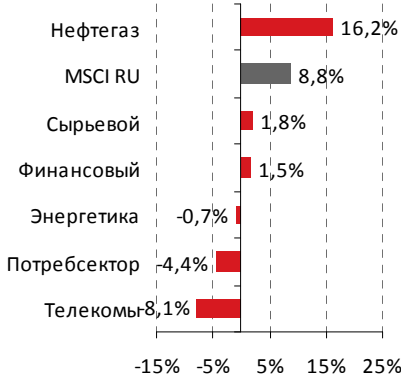
Рекомендуемые Атоном бумаги в рамках сценариев изменения цен на нефть

Компания	Теор. цена, \$	Потенциал роста
Рост цен на нефть продолжается		
Роснефть	н/д	н/д
ТНК-ВР	н/д	н/д
Башнефть	50,8	-5%
Газпром	10,1	40%
Dragon Oil	н/д	н/д
Zhaikmunai	н/д	н/д
Integra	4,8	34%
С.А.Т. oil*	10,2	38%
Ротация бумаг в случае сохранения высоких цен на нефть		
O'Key	16,6	43%
Магнит	33,1	16%
X5 Group	53,6	33%
Протек	3,0	72%
Сбербанк	н/д	н/д
ВТБ	н/д	н/д
Банк "Возрождение"	н/д	н/д
Коррекция цен на нефть		
Ростелеком**	220	43%
Холдинг МРСК	0,248	43%
МРСК Урала	0,020	98%
РусГидро	0,082	60%
ТГК-1	0,0014	105%
Опасения по поводу глобальной инфляции		
Полиметалл	17,3	-8%
Полюс Золото	36,6	9%
Petropavlovsk	21,9	24%

*Теор. цена в евро, **Теор. цена в рублях

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Отраслевые индексы MSCI Russia: динамика с начала года



Источник: Bloomberg

Все данные приведены по итогам торгов 25 февраля 2011 г., если не указано иное.

Цены на нефть зависят от геополитики. В этом отчете мы анализируем, как инвесторам следует себя вести при дальнейшем росте цен на нефть, и обращаем внимание на возможность коррекции котировок нефти (и каким акциям отдавать предпочтение в этом случае), учитывая то обстоятельство, что в настоящее время цены на нефть зависят от геополитических рисков. При подготовке наших рекомендаций мы анализировали динамику в разных секторах российского рынка во время предыдущих резких изменений цен на нефть.

За период с начала года по настоящее время Россия оказалась в списке стран, получивших наибольшую выгоду от роста акций нефтяных компаний. Индекс MSCI Russia с начала года вырос на 8,8%, в результате чего отечественный фондовый рынок стал одним из самых быстрорастущих в мире. Такой отрыв был достигнут благодаря нефтегазовому сегменту – только он опередил широкий рынок, прибавив 16,2% с начала года (на протяжении последних 11 лет отраслевой индекс MSCI Russia Energy, как правило, отставал от общего рынка).

Инвестиции при благоприятной конъюнктуре: если рост цен на нефть продолжится, стоит отдавать предпочтение акциям нефтяных компаний. Мы рекомендовали воздерживаться от инвестиций в бумаги нефтяного сектора с начала 2010 г., и сейчас мы тоже считаем, что в долгосрочной перспективе акции нефтяных компаний продолжат вести себя хуже рынка вследствие недостаточного прироста добычи и низкой вероятности значительного изменения нынешнего обременительного режима налогообложения. Тем не менее, мы признаем, что в случае продолжения роста цен на нефть на фоне усиления геополитической напряженности инвесторам стоит отдавать предпочтение акциям отдельных нефтяных компаний (Башнефть, ТНК-ВР, Роснефть; каспийские Dragon Oil и Zhaikmunai, а также Газпром и нефтесервисные компании С.А.Т. oil и Integra Group). Тем не менее, напряженная ситуация на Ближнем Востоке подталкивает цены на нефть вверх уже на протяжении примерно двух месяцев, а анализ исторических данных показывает, что в случаях, когда ралли на рынке нефти продолжается дольше трех месяцев, акции компаний вне нефтяного сектора, как правило, опережают котировки нефтяных компаний. Таким образом, стратегия торговли с упором на конъюнктуру скоро может себя исчерпать.

Когда уходить из нефтяного сегмента и вкладываться в финансовый и потребительский сектор. Если цены на нефть стабилизируются или даже продолжат расти, но более сдержанными темпами, то мы считаем, что наступит время перераспределять инвестиции из нефтяного сектора в финансовый (Сбербанк, ВТБ, Банк "Возрождение"), а также в подешевевшие акции компаний потребительской отрасли (O'Key, Магнит, X5 Retail Group и Протек). В рамках данного сценария мы также рекомендуем иметь в портфеле акции газодобывающих и нефтесервисных компаний.

Обеспокоенность относительно мировой инфляции должна положительно сказаться на акциях золотодобывающих компаний. Хотя компании этой отрасли, также как финансового и потребительского секторов, были склонны к опережению рынка в периоды продолжительного роста цен на нефть, мы считаем, что нынешние прогнозы прибылей горнодобывающих компаний выглядят слишком оптимистичными в условиях резкого повышения расходов, если, конечно, не произойдет значительного роста цен на соответствующие сырьевые товары. С учетом этого мы отдаем предпочтение акциям компаний золотодобывающего сектора, которые должны получить выгоду на фоне возросших опасений ускорения мировой инфляции (Полиметалл, Petropavlovsk и Полюс Золото).

В случае коррекции цен на нефть целесообразно инвестировать в защитные активы, а также изменить вектор инвестиций на Турцию вместо России. И, наконец, учитывая тот факт, что сейчас цены на нефть зависят больше от геополитики, чем от фундаментальных факторов, мы считаем, что инвесторы должны быть готовы к резкой коррекции цен на нефть в случае снижения геополитических рисков. Хотя это неблагоприятно скажется на российском рынке, исторические данные говорят о том, что инвесторы, вкладывающиеся в российские акции, могут сократить потери за счет защитных секторов. В этой связи мы рекомендуем акции отдельных энергетических компаний (Холдинг МРСК, РусГидро, МРСК Урала, ТГК-1) и бумаги Ростелекома. Падение цен на нефть также будет означать, что наша рекомендация от 1 ноября 2010 г. о перераспределении инвестиций из Турции в Россию уже не актуальна. Турция, импортирующая нефть и расположенная вблизи конфликтного Ближнего Востока, получит большую выгоду от снижения цен на нефть и возможного восстановления рынка, учитывая тот факт, что с начала года рынок страны просел на 12%, а с момента публикации нашего отчета 1 ноября 2010 г. – на 23%.

Только для профессиональных инвесторов. Настоящий документ не создавался в соответствии с юридическими требованиями, предписывающими соблюдать объективность инвестиционного анализа. Обратите, пожалуйста, внимание на раздел «Раскрытие информации» в конце данного отчета.

Содержание

На что делать ставку?	3
Геополитика толкает цены на нефть вверх.....	3
Российский рынок опережал остальных в ходе недавнего роста цен на нефть	5
По мультипликатору P/E Россия стала выглядеть чуть дороже, но только из-за нефтегазового сектора	6
Правомерность нашей рекомендации воздерживаться от инвестиций в акции российских нефтяных компаний.....	7
Если нефть царица, то какие акции правят бал?	9
1. Инвестиции при благоприятной конъюнктуре: если рост цен на нефть продолжится, стоит отдавать предпочтение акциям нефтяных компаний.....	10
2. Стабилизация цен на нефть: инвестируйте в потребительский и финансовый сектор	11
3. Будьте осторожны с акциями металлургического сектора, но инвестируйте в золотодобывающие компании на фоне обеспокоенности мировой инфляцией.....	12
4. Коррекция цен на нефть: сокращайте долю российских акций и инвестируйте в защитные активы, в рамках ротации увеличивайте вложения в Турцию.....	14

На что делать ставку?

Геополитика толкает цены на нефть вверх

С начала волнений в Тунисе в конце декабря 2010 г. и последующего распространения протестных выступлений на другие страны Ближнего Востока и Северной Африки цена на нефть марки Brent выросла примерно на 20% из-за опасений значительных перебоев в поставках. С нашей точки зрения, распространение беспорядков на Египет и Ливию привело к тому, что фактор геополитики занял больший вес в структуре цен на нефть. Неопределенность на рынке усиливается потому, что перечисленные страны и существовавшие в них политические режимы еще несколько месяцев назад считались сравнительно стабильными.

По мере формирования нового политического ландшафта на Ближнем Востоке и в Северной Африке будут возникать вопросы о перспективах других стран региона, стабильность в которых редко когда вызывала сомнения. К таким государствам относится Саудовская Аравия – второй по величине производитель нефти после России (отметим, что эта арабская страна располагает большим объемом денежных средств и недавно израсходовала почти \$40 млрд на повышение зарплат в госсекторе и на другие социальные цели).

Как показывают последние события в Египте и Тунисе, смена режима на Ближнем Востоке не просто возможна, но может принять форму сложного и продолжительного процесса, что позволяет нам предположить сохранение высоких цен на нефть (и их рост) в течение какого-то времени. Мы не будем пытаться делать предположения, когда цены на нефть достигнут пика, хотя некоторые аналитики уже говорят о том, что котировки преодолели \$200 за баррель.

Как инвестиционная компания, ориентированная на Россию, Атон подробно не анализирует происходящее в Северной Африке и на Ближнем Востоке. Однако заметим, что с начала протестных выступлений в регионе связь между растущими геополитическими рисками и их потенциальным влиянием на фундаментальные характеристики нефтяного рынка (нынешняя цена нефти составляет \$112 за баррель) могла быть преувеличена. С нашей точки зрения, по мере ослабления этого геополитического риска котировки нефти могут претерпеть резкую коррекцию. Такое развитие событий несет значительную угрозу для российского фондового рынка.

Громкие новости, небольшие объемы добычи. Если посмотреть на нефтедобывающие страны, где правительства были смещены или оказались под сильным давлением, мы увидим, что в 2009 г. в Египте добывали 0,7 млн баррелей в сутки (менее 1% общемировой нефтедобычи), а в Ливии – 1,65 млн баррелей в сутки (2% мировой добычи нефти).

График 1. Доля Египта в мировом показателе нефтедобычи

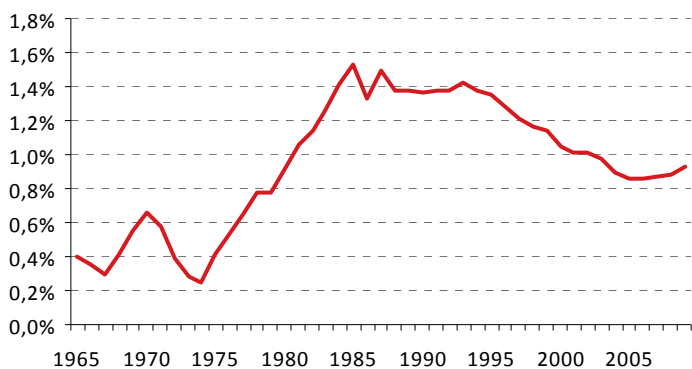
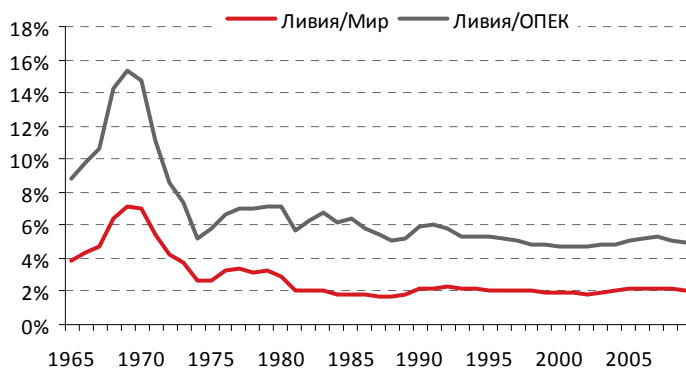


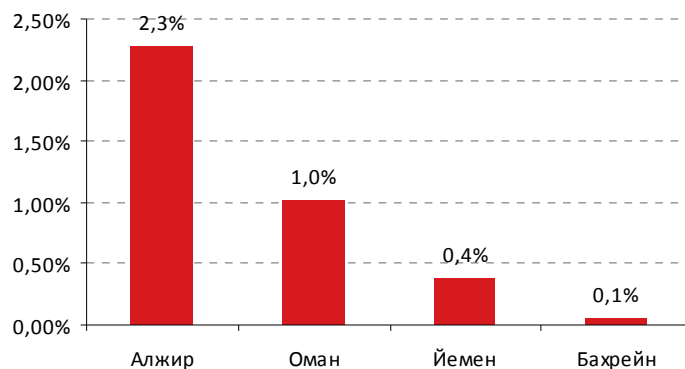
График 2. Доля Ливии в мировом показателе нефтедобычи и нефтедобычи ОПЕК



Источник: ВР

По состоянию на 1 марта 2011 г. оппозиционные выступления проходили в Алжире, Бахрейне, Омане, Йемене и Иордании. Последняя полностью зависит от импорта нефти, а первые четыре страны являются производителями нефти. Алжир – крупнейшая нефтедобывающая страна в данной группе; его объем нефтедобычи в 2009 г. составлял 2,3% общемирового показателя.

График 3. Доля Алжира, Омана, Йемена и Бахрейна в мировом показателе нефтедобычи в 2009 г.



Источники: BP, CIA World Factbook

В 2009 г. Египет, Ливия, Алжир, Оман, Йемен и Бахрейн в совокупности добывали 5,4 млн тонн баррелей в сутки, или 6,7% общемирового объема. Мы считаем маловероятным полную остановку нефтедобычи в четырех последних странах, если беспорядки там пойдут по египетскому и тунисскому сценарию.

Незанятые производственные мощности ОПЕК сейчас составляют порядка 5,5 млн баррелей в сутки – это очень высокий показатель (*график 4*). Незанятые нефтепромысловые мощности нефтяного картеля были значительно ниже в 2008 г. – всего 2,0 млн баррелей в сутки – когда нефть достигла \$146 за баррель. Кроме того, нынешний излишек мощностей покрывает суммарный объем городской нефтедобычи в Египте, Ливии, Алжире, Омане, Йемене и Бахрейне.

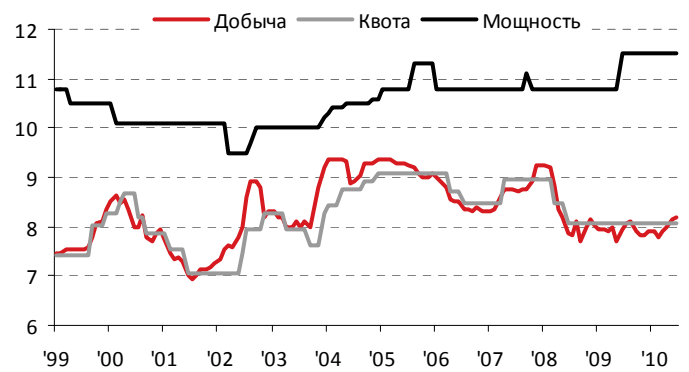
Кроме того, при более внимательном взгляде на Саудовскую Аравию как на второго крупнейшего мирового производителя нефти и важного участника ОПЕК (*график 5*), становится видно, что ее нынешний уровень добычи всего 8 млн баррелей в сутки является довольно низким по сравнению с ее же собственными показателями за последние 11 лет.

Нефтедобывающие мощности Саудовской Аравии сейчас находятся на 11-летнем максимуме, что дает основание предположить способность страны выполнять свои обязательства по восполнению недостатка поставок нефти из других нефтедобывающих стран за счет собственных избыточных объемов добычи.

График 4. Свободные мощности ОПЕК и цена на нефть



График 5. Саудовская Аравия: добыча нефти, размер квоты и мощности, млн баррелей в сутки



Источник: Bloomberg

С нашей точки зрения, если политическая напряженность останется в границах указанных выше стран, вклад которых в общемировую добычу нефти сравнительно невелик, то цена на нефть может резко скорректироваться, когда геополитический фактор потеряет свою силу. Такое развитие событий может привести к уязвимости российского фондового рынка для внешних сил.

С другой стороны, наблюдающиеся с начала года тенденции указывают на то, что в случае замораживания крупномасштабных проектов в нефтедобывающих странах вроде Саудовской Аравии или Ирана цены на нефть взлетят еще выше. В рамках подобного сценария, несомненно, существует риск того, что растущие котировки нефти станут препятствием для восстановления мировой экономики и тем самым пагубно повлияют на мировые фондовые рынки. Тогда, как мы полагаем, развивающиеся рынки будут особенно неустойчивы, поскольку инвесторы постараются искать более надежные активы.

Российский рынок опережал остальных в ходе недавнего роста цен на нефть

Цена нефти подняла российский фондовый рынок с начала года на 8,8%, сделав его одним из мировых лидеров в 2011 г.

Котировки нефти помогли подорожать акциям российских нефтяных компаний. С начала года индекс MSCI Russia Energy повысился на 16,2%, и только нефтегазовый сегмент опередил по динамике общий индекс MSCI Russia. По нашему мнению, отставание других секторов указывает на перебалансировку портфелей, потому что ранее многие инвесторы, по-видимому, сокращали долю бумаг нефтяных компаний в своих активах.

График 6. MSCI Russia: второе место среди развивающихся рынков по динамике с начала года

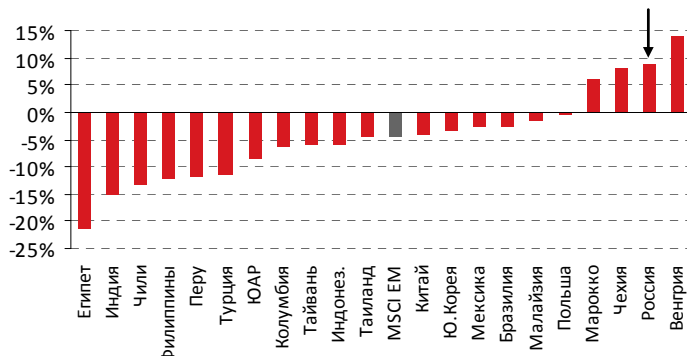
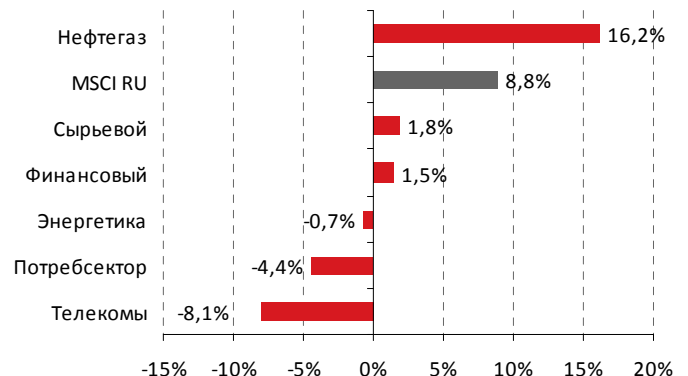


График 7. Отраслевые индексы MXRU: только нефтегазовый сектор опережал рынок с начала года



Источник: Bloomberg

Стоит также отметить, что начало отрыва отечественного нефтяного сектора совпало с ростом цены на нефть марки Brent до \$91 за баррель (что эквивалентно \$89 за баррель Urals Med), т. е. уровня средней цены на нефть 2011 г., которую прогнозировали тогда аналитики, опрошенные агентством *Bloomberg*.

Котировки нефти побили данный уровень, вызвав волну повышения прогнозов. По нашему мнению, тенденция увеличения оценок ожидаемой прибыли скорее всего поддержит акции нефтегазовых компаний при нынешних высоких ценах на нефть.

К российским компаниям, видимо, стали хорошо относиться еще и в свете их отставания (закономерного, как мы полагаем) от общего индекса, которое наблюдалось большую часть 2010 г. (и фактически большую часть последних десяти лет) в сочетании с низкими оценками.

По мультипликатору P/E Россия стала выглядеть чуть дороже, но только из-за нефтегазового сектора

В контексте развивающихся рынков Россия оказалась в числе трех стран, мультипликаторы которых с начала года изменили свое значение: российский P/E вырос с 6,7 до 7,1. Коэффициент P/E на 12 месяцев вперед, характеризующий индекс MSCI EM, снизился до 10,9 с 11,6, а больше всего упали соответствующие показатели Латинской Америки и азиатских рынков.

График 8. Коэффициент P/E развивающихся рынков на 12M вперед

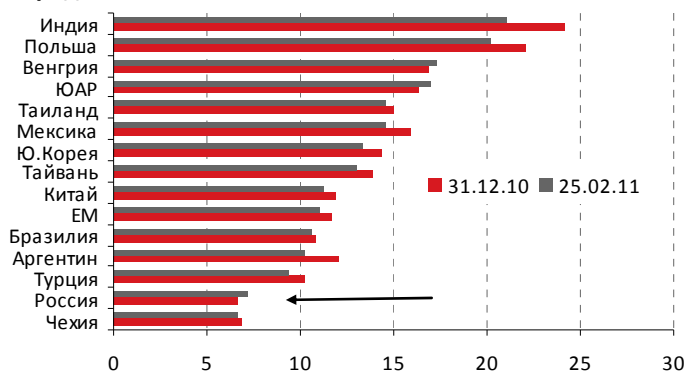
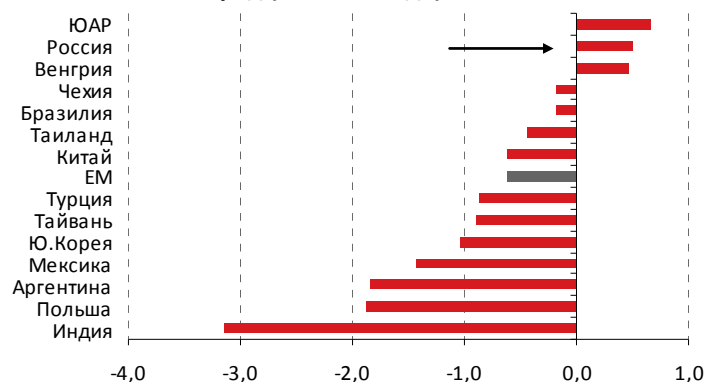


График 9. Изменение коэффициента P/E развивающихся рынков на 12M вперед (с начала года)



Источник: Bloomberg

Любопытно, что рост мультипликатора P/E индекса MSCI Russia был обеспечен исключительно нефтегазовым сектором, тогда как коэффициенты P/E (на 12 месяцев вперед) всех остальных отраслевых индексов MSCI Russia снизились. Самое значительное падение зафиксировано у потребительского и сырьевого секторов.

График 10. MSCI Russia: коэффициент P/E на 12M вперед

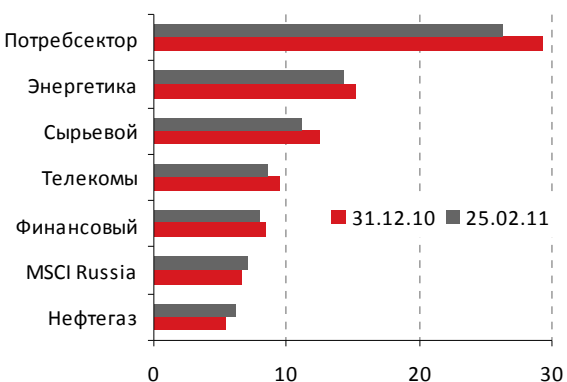
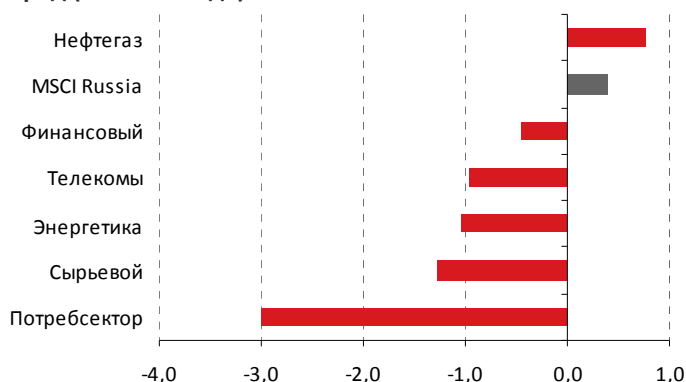


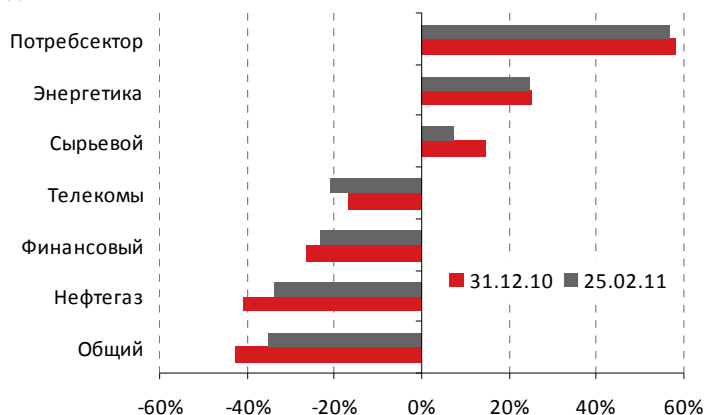
График 11. MSCI Russia: изменение коэффициента P/E на 12M вперед (с начала года)



Источник: Bloomberg

С начала года размер дисконтов и премий отраслевых индексов MSCI Russia относительно аналогов на развивающихся рынках кардинально не изменился.

График 12. P/E отраслевых индексов MSCI Russia на 12 месяцев вперед: премия/дисконт к MSCI EM



Источник: Bloomberg

Правомерность нашей рекомендации воздерживаться от инвестиций в акции российских нефтяных компаний

С начала 2010 г. мы советовали инвесторам избегать эмитентов российского нефтяного сектора. В среднесрочной и долгосрочной перспективе, на наш взгляд, стоит проявлять осторожность в отношении отечественных нефтяных компаний по двум причинам. Во-первых, отнюдь не воодушевляет прогноз добычи нефти. Во-вторых, вряд ли обременительный режим налогообложения отрасли улучшится настолько кардинально, чтобы серьезно изменить отношение инвесторов к крупнейшим российским нефтяным компаниям.

График 13. Темпы прироста нефтедобычи в России, %

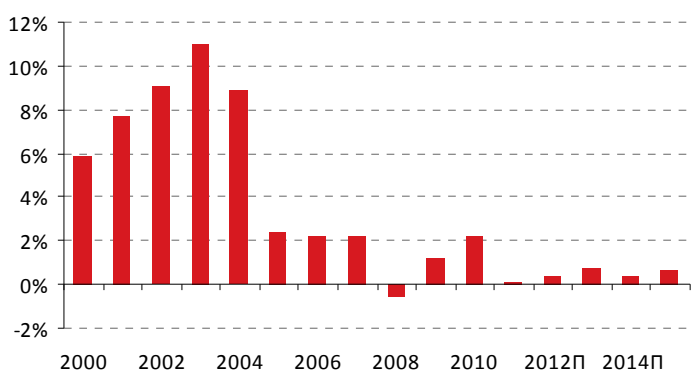
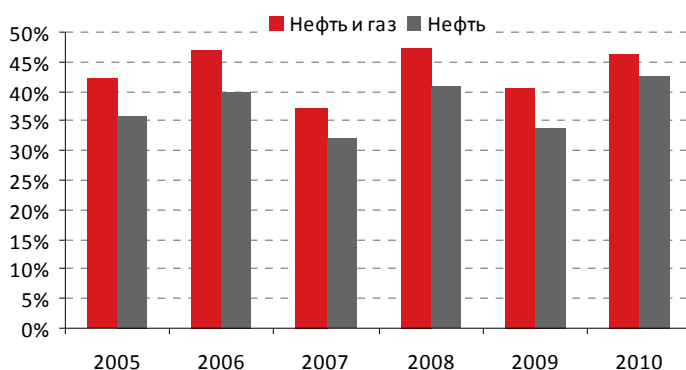


График 14. Поступления в федеральный бюджет: доля нефтегазового сектора



Источники: ИнфоТЭК, Минфин, оценка Атона

Реформирование налогообложения нефтяной отрасли. В свете продолжающегося обсуждения вопроса, как реформировать налогообложение нефтяной отрасли, ниже мы предлагаем вашему вниманию комментарий наших аналитиков по нефтегазовому сектору, поводом для которого стал опубликованный в газете “Ведомости” (от 22 февраля) материал о проекте реформы, подготовленном Министерством энергетики для рассмотрения правительством.

- Так называемая реформа “60-66” предусматривает снижение максимальной ставки экспортной пошлины на нефть до 60% (с текущих 65%) и одновременную унификацию экспортной пошлины на нефтепродукты на уровне 66% нефтяной пошлины. Данное предложение, как сообщается, уже получило одобрение Министерства финансов и должно вступить в силу 1 января 2012 г.
- С 1 января 2012 г. должен быть введен налог на сверхприбыль, и упразднен налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ). Однако новое налогообложение будет распространяться только на новые месторождения; тогда как оставшаяся часть отрасли будет платить прежний налог на добычу. Ставка нового налога на сверхприбыль на данный момент еще не определена; Минэнерго предлагает 27%.
- На втором этапе предлагается снизить максимальную ставку экспортной пошлины на нефть до 55%. По мнению Минэнерго, это изменение должно вступить в силу с 1 января 2014 г., но срок может быть изменен.

В целом мы считаем предлагаемую реформу отрасли недостаточно структурной и недоработанной. Переход на налогообложение сверхприбыли исключительно для новых месторождений, на наш взгляд, является недостаточной мерой. Хотя, по нашей оценке, снижение максимальной ставки экспортной пошлины на нефть до 60% и потом до 55% увеличивает прибыль компаний с каждого дополнительного доллара соответственно до 13% и 18% с нынешних 8%, эта схема не стимулирует развитие уже существующих месторождений и повышение нефтеотдачи. Мы также несколько разочарованы тем фактом, что введение налоговой реформы “60-66” теперь откладывается до начала следующего года, тогда как ранее ее предлагалось реализовывать с апреля этого года.

Российский нефтегазовый сектор: давний аутсайдер. Акции российских нефтегазовых компаний отставали от общего рынка большую часть последних десяти лет, отрыв от остальных они демонстрировали только четыре раза (*график 15*).

Хотя котировки бумаг нефтегазового сектора росли лучше рынка в последние два месяца, обратим внимание, что за последние 11 лет резкое подорожание нефти было причиной роста MSCI Russia Energy больше рынка лишь в двух случаях: в 2000 г. и в 2002 г., когда цена на нефть за шестимесячный период поднялась на 80% и 70% соответственно.

Нынешний рост цен на нефть достиг 20%, и чтобы котировки нефтяных контрактов по-прежнему служили определяющим фактором для подорожания акций нефтяных компаний, нефть, наверное, должна вырасти значительно с текущих уровней. Кроме того, отечественные нефтедобывающие предприятия работали при более благоприятном режиме налогообложения, когда получали выгоду от роста цен на нефть в 2000 и 2002 гг.

График 15. Отставание нефтегазового сектора в 2010 г.: MSCI Russia Energy/MSCI Russia



Источник: Bloomberg

Если нефть царица, то какие акции правят бал?

В *таблице 1* мы сопоставили 20 периодов с начала 2005 г., в течение которых цена на нефть серьезно менялась, с соответствующей динамикой отраслевых индексов MSCI Russia. Отметим, что в рамках текущего периода роста цен мы рассматриваем подорожание нефти с августа 2010 г. и рост с декабря 2010 г., когда появилась геополитическая напряженность на Ближнем Востоке и в Северной Африке.

Мы закономерно видим, как рост или падение цен на нефть определяет вектор движения MSCI Russia. В 11 из 12 периодов, когда нефть дорожала, фондовый рынок тоже повышался, а в шесть из восьми периодов, когда цена нефти падала, рынок акций сдавал позиции.

Нефтегазовый сегмент редко становился главным бенефициаром подорожания нефти. Стоит отметить, что нефтегазовый сегмент в контексте MSCI Russia становился лидером роста только два раза из 12, когда нефть прибавляла в цене. В обоих случаях котировки нефти повышались в течение сравнительно короткого периода двух с половиной - трех месяцев, хотя длительность последнего такого периода (еще продолжающегося) можно рассчитывать с августа прошлого года, когда началось подорожание нефти.

Другие сектора – финансовый, сырьевой и потребительский – как правило, обгоняли рынок, если нефть дорожала. Акции финансовых компаний в целом опережали рынок в течение коротких периодов подорожания нефти, а акции сырьевых компаний демонстрировали положительную динамику на протяжении более длительных этапов.

Однако несколько удивляет то обстоятельство, что главным аутсайдером нефтегазовый сегмент оказался лишь один раз за все время, когда цена на нефть падала. Происходило это в течение почти шести месяцев с августа 2006 г. по январь 2007 г., когда нефтяные контракты подешевели примерно на 36%.

Таблица 1. Динамика отраслевых индексов MSCI Russia в периоды резкого роста или падения цен на нефть*

Период	Срок (в днях)	Цена нефти	MSCI Russia	Нефтегаз	Финансовый	Сырьевой	Энергетика	Потреб-сектор	Телекомы
7 фев. 2005 - 23 мар. 2005	45	26,0%	-0,5%	0,5%	8,5%	-3,1%	-10,5%	н/д	-3,6%
19 мая 2005 - 12 авг. 2005	86	41,2%	22,9%	28,8%	20,0%	23,9%	5,9%	н/д	8,0%
1 сен. 2005 - 18 ноя. 2005	79	-18,5%	12,7%	14,1%	19,4%	10,8%	12,8%	9,7%	5,9%
19 ноя. 2005 - 20 янв. 2006	63	24,2%	27,1%	35,4%	44,7%	5,8%	18,7%	32,0%	4,4%
30 янв. 2006 - 15 фев. 2006	17	-14,3%	0,7%	-0,3%	3,8%	0,5%	21,8%	-2,7%	-1,0%
22 мар. 2006 - 21 апр. 2006	31	23,6%	13,5%	16,1%	7,0%	28,4%	15,4%	28,5%	-3,1%
7 авг. 2006 - 18 янв. 2007	165	-35,6%	-0,4%	-10,9%	77,1%	8,3%	35,8%	33,1%	48,3%
18 янв. 2007 - 13 июл. 2007	177	64,0%	13,8%	6,3%	18,5%	36,1%	38,6%	88,0%	32,9%
15 июл. 2007 - 21 авг. 2007	38	-13,5%	-12,5%	-12,0%	-16,5%	-11,6%	-9,7%	-15,5%	-11,1%
22 авг. 2007 - 3 июл. 2008	317	111,6%	20,9%	30,5%	-16,9%	45,0%	-14,7%	-1,1%	16,0%
13 июл. 2008 - 27 дек. 2008	168	-76,9%	-70,7%	-69,4%	-74,2%	-77,6%	н/д	-73,6%	-62,8%
18 фев. 2009 - 11 июн. 2009	114	86,1%	99,9%	86,3%	254,7%	123,8%	159,0%	113,4%	72,0%
11 июн. 2009 - 12 июл. 2009	32	-16,3%	-27,9%	-28,9%	-31,9%	-28,3%	-24,9%	-16,4%	-19,2%
12 июл. 2009 - 5 авг. 2009	25	25,7%	31,4%	30,6%	38,6%	34,3%	19,7%	25,9%	33,5%
25 сен. 2009 - 23 окт. 2009	29	20,2%	17,4%	17,2%	21,7%	22,6%	7,9%	15,3%	12,7%
8 янв. 2010 - 8 фев. 2010	32	-14,5%	-7,2%	-8,1%	-6,7%	-1,5%	-1,9%	-14,2%	-12,0%
8 фев. 2010 - 23 апр. 2010	75	24,0%	14,8%	10,7%	11,4%	24,2%	38,9%	15,8%	17,6%
23 апр. 2010 - 27 мая 2010	35	-15,6%	-15,7%	-14,9%	-19,2%	-16,7%	-13,0%	-21,7%	-12,2%
24 авг. 2010 - 25 фев. 2011	186	54,7%	34,5%	39,2%	35,3%	43,5%	7,4%	32,1%	-10,2%
17 дек. 2010 - 25 фев. 2011	71	23,5%	8,8%	16,2%	-3,1%	2,4%	-2,2%	-4,6%	-6,4%

*темно-серый = лидеры роста во время подорожания нефти; светло-серый = отрасли, отстающие от нефтегазового сектора во время подорожания нефти; красный = аутсайдеры во время падения котировок нефти; розовый = отрасли, которые отставали от нефтегазового сектора во время падения цен на нефть

Источники: Bloomberg, оценка Атона

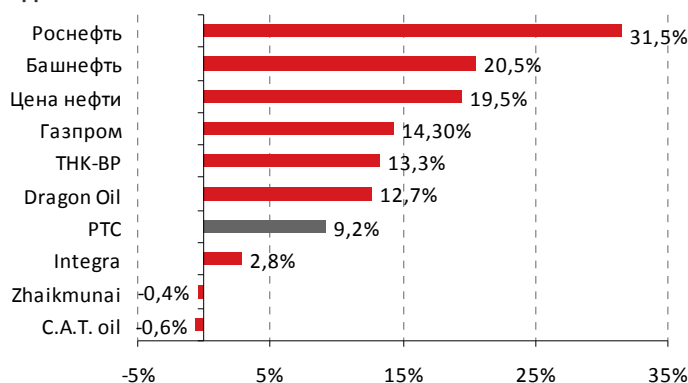
1. Инвестиции при благоприятной конъюнктуре: если рост цен на нефть продолжится, стоит отдавать предпочтение акциям нефтяных компаний

В свете приведенных выше рассуждений мы рекомендуем инвесторам отдавать предпочтение акциям нефтегазовых и нефтесервисных компаний, если нефть продолжит дорожать нынешними темпами. С нашей точки зрения, бумаги нефтесервисного сегмента являются лучшим инструментом инвестиций в российскую нефтяную отрасль, поскольку на нефтесервисные компании не распространяется обременительное налогообложение и проблемы неудовлетворительного прироста добычи. Компании нефтесервисного сегмента могут также выиграть от расширения инвестиционных программ лидеров нефтяной отрасли, которое обусловлено подорожанием нефти.

В рамках такого сценария наши аналитики по нефтегазовому сектору рекомендуют акции Газпрома, Башнефти, Integra и С.А.Т. oil среди бумаг, находящихся в зоне нашего аналитического освещения (на *графике 16* показано, что котировки Integra и С.А.Т. oil отставали от рынка с начала года). По мнению экономистов Атона, чтобы заработать на благоприятной конъюнктуре нефтяного рынка, целесообразно инвестировать в Роснефть и ТНК-ВР как в лучшие компании среди крупнейших предприятий нефтяной отрасли.

Мы также выделяем Dragon Oil и Zhaikmunai, которые работают в соответствии с соглашениями о разделе продукции за пределами России и поэтому находятся в более благоприятном налоговом климате.

График 16. Рекомендуемые бумаги при растущих ценах на нефть: динамика с начала года



Источник: Bloomberg

Поскольку нефть дорожает с августа прошлого года, и ее подорожанию на протяжении последних двух месяцев способствует геополитическая ситуация, мы считаем, что стратегия торговли с упором на конъюнктуру скоро может себя исчерпать.

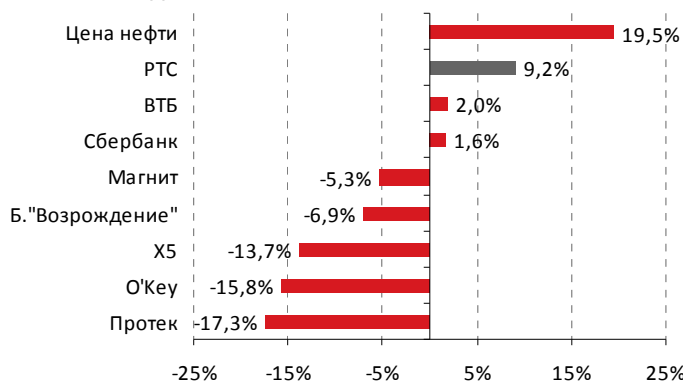
Хотя на разные отрасли влияют многочисленные факторы, анализ исторических данных показывает, что в случаях, когда ралли на рынке нефти продолжается дольше трех месяцев, акции компаний вне нефтяного сектора, особенно потребительского и сырьевого сегментов (и в меньшей степени финансового), обычно опережают котировки нефтяных компаний.

2. Стабилизация цен на нефть: инвестируйте в потребительский и финансовый сектор

С учетом динамики акций различных отраслей во время периодов подорожания нефти мы советуем фиксировать прибыль по бумагам нефтяных компаний, если цены на нефть стабилизируются на высоком уровне. С нашей точки зрения, такой подход целесообразен и при подорожании нефти в течение продолжительного времени.

На данном этапе мы считаем привлекательными акции Сбербанка, Банка "Возрождение" и ВТБ. Подешевевшие акции компаний потребительской отрасли (О'Кей, Магнит, X5 Retail Group и Протек), которые с начала года значительно отставали от рынка, тоже выглядят неплохо. Отдельно отметим, что рекомендация выводить средства из нефтяного сегмента в меньшей степени относится к Газпрому и нефтесервисным компаниям Integra Group и C.A.T. oil, поскольку стабильные, высокие цены на нефть, по всей вероятности, продолжат поддерживать их инвестиционную привлекательность.

График 17. Рекомендуемые бумаги при стабилизации цен на нефть: динамика с начала года



Источник: Bloomberg

3. Будьте осторожны с акциями металлургического сектора, но инвестируйте в золотодобывающие компании на фоне обеспокоенности мировой инфляцией

С начала восстановления рынка в 2009 г. акции российских металлургических компаний показали один из лучших результатов. Однако, на наш взгляд, сектор может столкнуться впереди с неблагоприятными факторами, поскольку рост инвестиций в основной капитал, похоже, остановился, а увеличение кредитования идет медленными темпами. Кроме того, мы полагаем, что текущий прогноз прибыли сырьевого сектора на 2011 г. (мы рассчитываем на 61%-ый рост, консенсус-прогноз предполагает 53%-ое повышение) может оказаться излишне оптимистичным, и нам придется пересматривать свои оценки будущих прибылей компаний. Любое снижение среднерыночных прогнозов может негативно повлиять на акции металлургического сегмента, если только цены на соответствующие тому или иному эмитенту металлы не продолжат расти.

Таблица 2. Прогнозируемые темпы роста прибыли по секторам: оценки Атона и консенсус-прогноз

	2011		2012	
	Атон	Консенсус	Атон	Консенсус
Нефтегазовый	9%	9%	-6%	5%
Сырьевой	61%	53%	10%	12%
Финансовый	132%	75%	15%	19%
Телекомы	22%	16%	10%	16%
Электроэнергетика	51%	40%	7%	31%
Потребсектор, цикличн.	64%	73%	41%	52%
Потребсектор, нецикличн.	37%	28%	32%	30%
Всего	25%	20%	3%	10%

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Наши аналитики по металлургии отмечают, что фактор издержек в 2011 г. выходит на передний план, но консенсус-прогнозы агентства *Bloomberg* на текущий год пока не полностью отражают его влияние. Мы провели анализ консенсус-прогнозов на 2010-2011 гг., чтобы выявить, какие изменения произошли с июля 2010 г., когда аналитики все еще давали положительный прогноз по рынку стали и ценам, по февраль 2011 г., когда стали очевидны первые признаки сокращения рентабельности во второй половине 2010 г. и риски дальнейшего ухудшения ситуации в 2011 г.

Консенсус-прогнозы рентабельности EBITDA на 2010 г. (*график 18*) претерпели некоторую коррекцию с июля 2010 г. по февраль 2011 г., однако в этот же период никаких особенных отрицательных изменений прогноза на 2011 г. замечено не было. Более того, прогноз по Северстали на 2011 г. был пересмотрен в сторону повышения (хотя это можно объяснить предполагаемым ростом рентабельности за счет американской "дочки" компании, который может быть оправдан устойчивым восстановлением рынка стали в США).

График 18. Динамика изменений прогнозов рентабельности EBITDA (июль '10 – февраль '11)

Большинство прогнозов рентабельности EBITDA на 2011 г. прежние несмотря на ухудшение рентабельности в 2П10

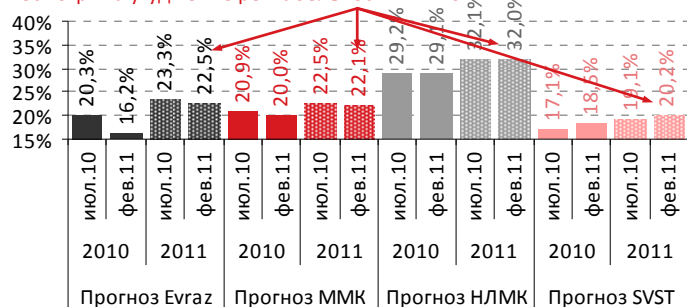
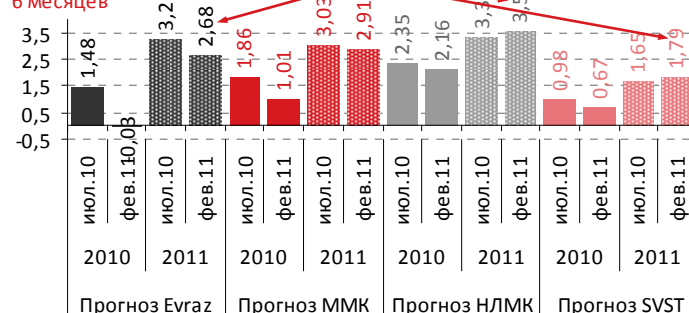


График 19. Динамика изменений прогнозов EPS (июль '10 – февраль '11)

Консенсус-прогноз EPS на 2011 г. почти не менялся за последние 6 месяцев

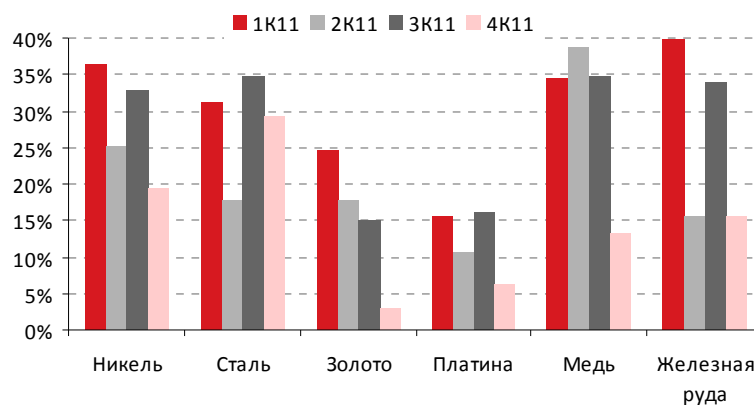


Источник: Bloomberg

Аналогичную картину мы наблюдаем и с рыночными прогнозами прибыли на акцию (EPS) на 2010-2011 гг.: ориентир EPS на 2010 г. был существенно понижен (за исключением акций НЛМК), тогда как в отношении 2011 г. прогнозы EPS в целом не изменились, а в отношении некоторых эмитентов (НЛМК, Северсталь) даже улучшились (график 19).

Кроме того, нам представляется, что текущие уровни цен на сырье не подтверждают правомерность выше указанных прогнозов EPS. График 20 показывает по кварталам динамику цен ключевых сырьевых товаров в 2011 г. при допущении неизменности цен относительно текущего уровня (по состоянию на 25 февраля). Хотя это преимущественно теоретические выкладки, но если исходить из того, что прибыль компаний, связанных с сырьевым сектором, зависит от цен на сырьевые товары, то показатели роста указывают на ухудшение конъюнктуры для получения прибыли во втором полугодии 2011 г. по сравнению с первым для компаний, добывающих золото, платину и медь (график 20). Вместе с тем, наш анализ показывает вероятность подорожания железной руды, особенно в третьем квартале 2011 г., что чревато негативным влиянием на рентабельность сталелитейных компаний.

График 20. Динамика цен на сырьевые товары по кварталам до конца 2011 г. по отношению к текущему уровню (г/г), %

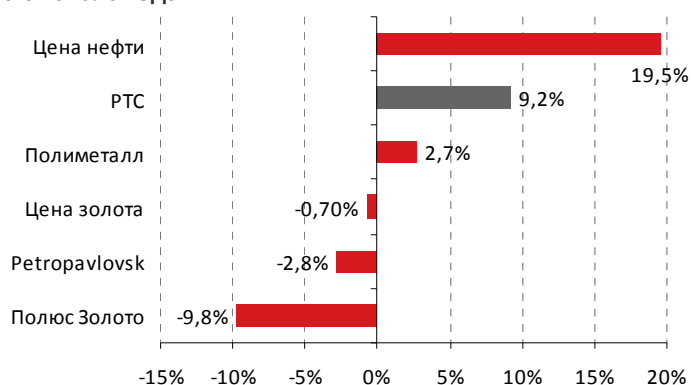


Источник: Bloomberg

Однако в рамках металлургического и горнодобывающего сектора мы считаем привлекательными акции золотодобывающих компаний. Опасения по поводу ускорения инфляции усилились на фоне повышения глобальной инфляции за последние примерно 10 месяцев (в основном выросли цены на продовольствие), и подобное беспокойство обычно способствует подорожанию золота. Недавний взлет цен на нефть тоже обострил тему инфляционного давления.

В российской золотодобывающей отрасли внимания инвесторов, на наш взгляд, заслуживают акции Полюс Золота и Petropavlovsk. Эти акции с начала года отставали от общего рынка и от темпов подорожания золота. Хотя на данном этапе наши аналитики по металлургии рекомендуют **ДЕРЖАТЬ** бумаги Полиметалла, аналитики по инвестиционным стратегиям полагают, что акции данного эмитента являются выгодным инструментом для инвестиций в золотодобывающую отрасль, если учесть прогнозируемый Атоном значительный рост операционных показателей Полиметалла в 2011 г. в сочетании с планами компании провести листинг на LSE.

График 21. Рекомендуемые бумаги при усилении инфляционных опасений: динамика с начала года



Источник: Bloomberg

4. Коррекция цен на нефть: сокращайте долю российских акций и инвестируйте в защитные активы, в рамках ротации увеличивайте вложения в Турцию

В нашем ноябрьском обзоре “Инвестиционные стратегии: цена и предубеждение” (английская версия *Price and Prejudice* вышла 1 ноября) мы утверждали, что инвесторам стоит позитивнее относиться к России по двум причинам. Во-первых, в рамках развивающихся рынков группа СЕЕМЕА отставала от Азии и Латинской Америки в течение 10 месяцев 2010 г., что обусловило крайне привлекательные оценки стоимости акций СЕЕМЕА. Во-вторых, в рамках СЕЕМЕА Россия была явным аутсайдером за указанный период, заметно проигрывая серьезно укрепившимся Турции и ЮАР, в результате чего отечественные акции тоже торговались со значительными дисконтами к региональным аналогам. Особого внимания заслуживает тот факт, что акции большинства российских отраслей отличались привлекательными коэффициентами P/E и P/BV на фоне Турции и ЮАР.

В свете указанных факторов мы считали оправданными предпосылки для притока новых средств на рынки СЕЕМЕА и перенаправление инвестиций с развивающихся азиатских и, возможно, латиноамериканских рынков в активы данной группы. Нам представлялось логичным, что Россия как один из крупнейших региональных рынков станет главным выгодополучателем в случае реализации такого сценария, отчасти благодаря перемещению средств из Турции на российский рынок.

Наша рекомендация сработала прекрасно: российский рынок вырос на 20% против 2%-го роста ЮАР и падения фондового рынка Турции более чем на 23%. Очевидно, что и парные сделки с активами России и Турции (в большей степени, чем Россия-ЮАР) получили новый импульс со стороны событий на Ближнем Востоке и в Северной Африке, потому что российскому рынку пошло на пользу подорожание нефти, тогда как Турция, соседствующая с регионом конфликтов и являющаяся импортером нефти, пострадала.

График 22. Динамика СЕЕМЕА, Латинской Америки и развивающейся Азии с 1 ноября 2010 г.

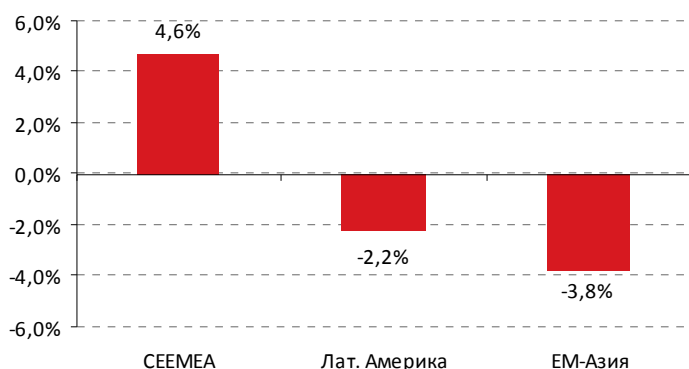
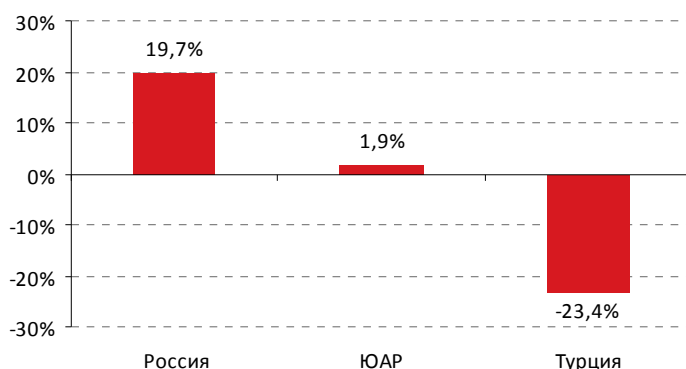


График 23. Динамика России, ЮАР и Турции с 1 ноября 2010 г.



Источник: Bloomberg

В этой связи можно предположить, что снижение геополитической напряженности, из-за которой растут цены на нефть, скорее всего приведет к улучшению прогноза в отношении фондового рынка Турции (и, естественно, снизит инвестиционную привлекательность России).

В таблице 3 отражены 20 периодов резких изменений цен на нефть на протяжении шести лет и сопоставление динамики MSCI Russia и MSCI Turkey с поведением нефти в эти периоды.

В 13 строках, выделенных серым цветом, отражены этапы, когда парный трейдинг Россия-Турция срабатывал, т. е. когда индекс MSCI Russia опережал MSCI Turkey во время роста котировок нефти и когда Турция опережала Россию при падении цен на нефть.

Таблица 3. Динамика индексов MSCI Russia и MSCI Turkey в периоды резкого роста или падения цен на нефть

Период	Срок (в днях)	Цена нефти	MSCI Russia	MSCI Turkey
7 фев. 2005 - 23 мар. 2005	45	26,0%	-0,5%	-16,6%
19 мая 2005 - 12 авг. 2005	86	41,2%	22,9%	11,5%
1 сен. 2005 - 18 ноя. 2005	79	-18,5%	12,7%	7,7%
19 ноя. 2005 - 20 янв. 2006	63	24,2%	27,1%	27,6%
30 янв. 2006 - 15 фев. 2006	17	-14,3%	0,7%	-2,5%
22 мар. 2006 - 21 апр. 2006	31	23,6%	13,5%	2,8%
7 авг. 2006 - 18 янв. 2007	165	-35,6%	-0,4%	16,2%
18 янв. 2007 - 13 июл. 2007	177	64,0%	13,8%	42,1%
15 июл. 2007 - 21 авг. 2007	38	-13,5%	-12,5%	-19,0%
22 авг. 2007 - 3 июл. 2008	317	111,6%	20,9%	-24,5%
13 июл. 2008 - 27 дек. 2008	168	-76,9%	-70,7%	-36,7%
18 фев. 2009 - 11 июн. 2009	114	86,1%	99,9%	55,5%
11 июн. 2009 - 12 июл. 2009	32	-16,3%	-27,9%	5,3%
12 июл. 2009 - 5 авг. 2009	25	25,7%	31,4%	25,6%
25 сен. 2009 - 23 окт. 2009	29	20,2%	17,4%	9,1%
8 янв. 2010 - 8 фев. 2010	32	-14,5%	-7,2%	-12,9%
8 фев. 2010 - 23 апр. 2010	75	24,0%	14,8%	19,8%
23 апр. 2010 - 27 мая 2010	35	-15,6%	-15,7%	-11,9%
24 авг. 2010 - 25 фев. 2011	186	54,3%	36,4%	-3,5%
17 дек. 2010 - 25 фев. 2011	71	23,1%	10,3%	-8,1%

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Хотя мы стали анализировать данную тенденцию только с 2005 г. (в основном потому, что в 2003-2004 гг. события с ЮКОСом затуманили картину), судя по всему, такая взаимосвязь Турции и России только усилилась в последние годы. Этот тренд, похоже, проявляется еще отчетливее, когда цены на нефть растут или падают дольше трех месяцев, как происходило в пяти из шести показанных в таблице периодов.

Акции для защиты. Указанная корреляция дает основание предположить, что инвесторы будут предпочитать Россию Турции при нынешних высоких ценах на нефть.

Однако, поскольку мы опасаемся резкой коррекции котировок нефти в случае снижения геополитической напряженности, нам представляется, что инвесторам надо готовиться к падению цен на нефть. Когда рост котировок нефтяных контрактов себя исчерпает, то придется выводить средства с рынка акций России в Турцию, т. е. менять рекомендованную нами в ноябре стратегию инвестирования на 180 градусов.

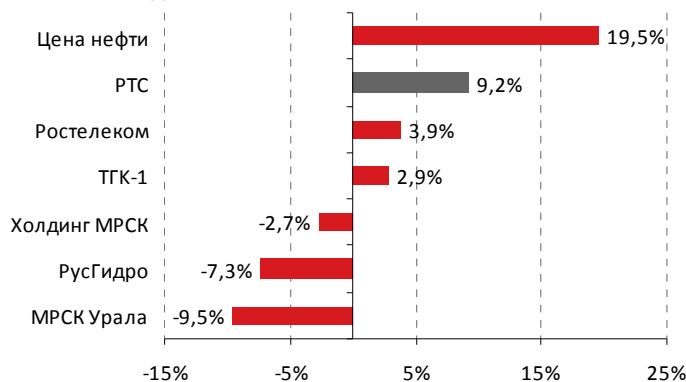
Что касается именно безопасных позиций, в ноябре 2010 г. мы советовали инвесторам придерживаться осторожного подхода к электроэнергетической отрасли ввиду приближающихся выборов, которые могут побудить власти ужесточить тарифное регулирование электроэнергетики на фоне ускоряющейся инфляции.

Вместе с тем, поскольку с июля 2010 г. сектор серьезно отставал от рынка, а акции электроэнергетических компаний обычно вели себя как надежные инструменты в последние периоды падения цен на нефть (таблица 1), мы полагаем, что инвесторам стоит увеличивать вес отдельных бумаг сектора в портфелях.

В целом мы рекомендуем остановить выбор на более ликвидных бумагах, таких как акции РусГидро, ТГК-1, Холдинга МРСК и МРСК Урала. В отношении РусГидро и ТГК-1 заметим, что в долгосрочной перспективе прибыли данных компаний позитивно коррелируют с ценами на нефть. Впрочем, как представляется, акции, у которых наши аналитики по электроэнергетике видят потенциал серьезного роста, могут быть включены в список рекомендуемых Атоном бумаг ввиду того, что котировки электроэнергетических компаний обычно опережают рынок в периоды резкой коррекции цен на нефть.

По нашему мнению, Ростелеком является интересной альтернативой как инструмент для мало рискованных инвестиций. Мы полагаем, что нецикличный и устоявшийся традиционный бизнес позволяет объединенному Ростелекому финансировать сегменты роста. По оценкам наших аналитиков по телекоммуникационному сектору, к многообещающим направлениям относятся новые сегменты роста в виде сетей связи третьего и четвертого поколения, выход на рынок ИТ-услуг и создание центров хранения и обработки данных, а на операционном уровне компания может получить синергический эффект в размере \$1 млрд после объединения межрегиональных компаний связи (МРК) в единого оператора на базе Ростелекома.

График 24. Рекомендуемые бумаги в рамках оборонительной стратегии: динамика с начала года



Источник: Bloomberg

Таблица 4. Рекомендации Атона в рамках разных сценариев изменения цен на нефть

Компания	Теор. цена (\$)	Потенциал роста	Комментарии аналитиков
Сохранение высоких цен на нефть			
O'Key	16,6	43%	Хотя бумаги по мультипликаторам на 2011 г. выглядят дорого на фоне аналогов, мы полагаем, что у O'Key самые лучшие прогнозы роста прибыли. Акции эмитента становятся привлекательными благодаря прогнозным коэффициентам на 2012-2013 гг., что мы считаем закономерным в свете ожидаемого бума открытия новых магазинов в 2011-2012 гг., который заметно отразится на прибыли в 2012-2013 гг.
Магнит	33,1	16%	С начала года акции подешевели на 6%, но мы не видим фундаментальных причин для подобного падения. Бумаги Магнита торгуются дороже аналогов на развивающихся рынках по мультипликаторам 2011-2012П Р/Е, однако у компании привлекательная оценка по коэффициенту PEG.
X5 Retail Group	53,6	33%	Мы включили в список бумаги X5, поскольку, на наш взгляд, их 25%-ое отставание от индекса РТС в последние месяцы необоснованно, если учесть фундаментальные показатели компании. На основе прогнозных мультипликаторов на 2011-2012 гг. акции X5 сейчас выглядят дешево по сравнению с бумагами Магнита.
Протек	3,0	72%	Наша инвестиционная рекомендация по акциям Протека основана на ожидании восстановления фармацевтического рынка и смещении ассортимента компании в сторону более прибыльных продуктов, что должно способствовать росту рентабельности в 2011 г. По нашим прогнозам, прибыль Протека вырастет в 2011 г. на 75% в годовом сопоставлении.
Сбербанк	н/д	н/д	На фоне положительного изменения ставок кредитования NIM вскоре достигнет минимума и затем станет расти, при этом возможный роспуск резервов в 2011 г., который мы уже наблюдали в декабре 2010 г., служит явным катализатором роста прибыли. К тому же, на наш взгляд, недавнее успешное SPO ВТБ засвидетельствовало интерес инвесторов к российским банкам, что увеличивает шансы на успех SPO Сбербанка в 2011 г. Кроме того, одобрение опционных программ для менеджмента и растущая вероятность размещения ДР Сбербанком в 2011 г. являются дополнительным вероятным стимулом подорожания бумаг.
ВТБ	н/д	н/д	Риск переизбытка бумаг ВТБ на рынке, который оказал сильное давление на котировки до размещения, был снят после успешного SPO. Теперь в большей степени фундаментальные показатели банка должны влиять на его котировки. К тому же мы считаем, что поглощения, которые ВТБ сейчас проводит (ТрансКредитБанк и Банк Москвы), положительно скажутся на RoE банка; кроме того, недавнее разрешение конфликта между ВТБ и миноритариями Банка Москвы является благоприятным фактором.
Банк "Возрождение"	н/д	н/д	Инвестиционную привлекательность Банка "Возрождение" усиливают ожидания серьезного восстановления прибыли в 2011 г. (по сравнению с уровнями 2010 г.) и наши прогнозы замещения дорогого фондирования в первом квартале 2011 г. в сочетании с отставанием котировок акций эмитента от рынка с начала года.
Продолжение роста цен на нефть			
Роснефть	н/а	н/д	Роснефть характеризуется оптимальным портфелем добывающих активов, при этом государство, похоже, будет стимулировать разработку соответствующих месторождений с помощью налоговых льгот. Кроме того, Роснефть очень чувствительна к росту цен на нефть из-за высокой долговой нагрузки.
ТНК-ВР	н/а	н/д	ТНК-ВР Холдинг располагает интересным портфелем месторождений на начальной стадии освоения, поэтому компания выиграет от благоприятных изменений режима налогообложения новых месторождений. У нее также один из лучших в отрасли показателей дивидендных выплат.
Башнефть	50,8	-5%	Финансовые результаты Башнефти сильно зависят от динамики цен на нефть, поскольку у компании избыточные перерабатывающие мощности. Акции торгуются с дисконтами в 21% и 32% к российским аналогам по коэффициентам 2011П Р/Е и EV/EBITDA соответственно. В отличие от российских нефтяных компаний у бумаг Башнефти есть долгосрочный стимул роста в виде слияния с РуссНефтью, которое ожидается в 2012 г.
Газпром	10,1	40%	На наш взгляд, опасения по поводу возможной потери Газпромом доли рынка чрезмерны, и такой риск уже учтен в котировках. Акции Газпрома торгуются с коэффициентом 2011П Р/Е 5,0 против среднего значения 16,3 у зарубежных газодобывающих компаний.
Dragon Oil	н/а	н/д	Мы считаем, что Dragon oil (DGO) обладает самыми лучшими возможностями для получения прибыли от освоения значительных запасов углеводородов в районе Каспийского моря. После того, как недавно часть возможных ресурсов была перекалассифицирована в категорию запасов 2P (доказанные и вероятные), бумаги DGO теперь торгуются с коэффициентом всего \$3,5/бнэ запасов 2P (против \$3,8/бнэ и \$6,3/бнэ у аналогов в Центральной Азии и России соответственно). Мы находим такой дисконт неоправданным в свете еще не освоенных запасов и минимального риска снижения добычи DGO.
Zhaikmunai	н/а	н/д	Zhaikmunai, по нашим оценкам, предлагает лучшие темпы роста прибыли в своем регионе, притом что компания пользуется наиболее благоприятным режимом налогообложения среди сопоставимых эмитентов. Несмотря на высококачественные запасы и ограниченный риск снижения добычи, акции Zhaikmunai торгуются с коэффициентом всего \$2,1/бнэ совокупных запасов (против средних значений \$2,5/бнэ для Центральной Азии и \$4,3/бнэ для России).

*потенциал роста по состоянию на 28 февраля 2011 г.

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Компания	Теор. цена (\$)	Потенциал роста	Комментарии аналитиков
Продолжение роста цен на нефть (продолжение таблицы)			
Integra	4,8	34%	Мы полагаем, что нефтяные компании значительно увеличат свои капиталовложения в 2011 г. на фоне подорожания нефти и высоких показателей истощения нефтяных месторождений. С нашей точки зрения, акции Integra сейчас являются самым оптимальным инструментом, чтобы извлечь выгоду из данной тенденции в нефтесервисном секторе.
С.А.Т. Oil**	10,2	38%	С.А.Т. oil, вероятно, продолжит укреплять свои позиции на российском рынке услуг наклонного бурения и ГРП. Мы также позитивно оцениваем планы компании войти в сегмент традиционного бурения в свете прогнозируемого нами среднегодового роста объемов бурения в России на 3,8% в ближайшие пять лет.
Коррекция цен на нефть			
Ростелеком***	220	42%	После объединения межрегиональных компаний связи (МРК) в единого оператора на базе Ростелекома появится крупнейший в России оператор фиксированной связи, новая "голубая фишка". Нецикличный и устоявшийся традиционный бизнес позволяет объединенному Ростелекому финансировать сегменты роста. К многообещающим направлениям относятся новые сегменты роста в виде сетей связи третьего и четвертого поколения, выход на рынок ИТ-услуг и создание центров хранения и обработки данных, доминирование в секторе ШПД. На операционном уровне компания может получить синергический эффект в размере \$1 млрд. Кроме того, в ближайшие 9-18 месяцев ожидается ряд технических факторов, включая улучшение ликвидности бумаг вследствие укрупнения компании, включение в MSCI (потенциальный вес 2,7%, по нашим оценкам) и листинг на LSE в 2011 г. Отметим также, что сейчас ДР российских телекомов (МТС и АФК Система) торгуются с премиями к локальным акциям.
Холдинг МРСК	0,248	43%	Переход большей части МРСК на метод RAB с 1 января 2011 г. должен способствовать росту прибыли компаний в ближайшие годы. Акции Холдинга МРСК, которые характеризуются ликвидностью и диверсификацией, остаются нашими фаворитами в секторе.
МРСК Урала	0,020	98%	Переход Свердловэнерго и Челябинэнерго на RAB-регулирование с 2011 г. должен способствовать росту финансовых показателей МРСК Урала в ближайшие годы. Ожидаемый переход ЕЭСК на RAB с 2012 г. может служить еще одним катализатором роста акций эмитента в этом году.
РусГидро	0,082	60%	РусГидро как оператор гидроэнергетической мощности характеризуется уникальным преимуществом низкой себестоимости производства электроэнергии и, следовательно, выигрывает от подорожания газа и электроэнергии. Объемы выпуска генерирующих предприятий компании не подвержены влиянию неблагоприятных изменений в соотношении спроса и предложения.
ТГК-1	0,0014	105%	Поскольку свыше 50% электроэнергии вырабатывается на ГЭС, ТГК-1 выигрывает от растущих цен на газ и обладает низкой себестоимостью производства. Потенциальная консолидация внутри Газпром Энергохолдинга может принести синергический эффект на операционном уровне и способствовать улучшению ликвидности акций.
Обеспокоенность ускорением глобальной инфляции			
Полиметалл	17,3	-8%	Помимо фактора подорожания золота, на наш взгляд, в этом году интерес инвесторов к лучшей российской золотодобывающей компании будут поддерживать растущие операционные показатели Полиметалла и запланированный листинг на LSE.
Полюс Золото	36,6	9%	Помимо фактора подорожания золота, основными стимулами роста акций Полюс Золото могут служить завершение ее регистрации за рубежом и последующий листинг на LSE, что расширит круг иностранных инвесторов, заинтересованных компанией.
Petropavlovsk	21,9	24%	Мы прогнозируем значительный рост производства в этом году, которому будет способствовать набирающая обороты добыча на месторождении Маломыр, начало эксплуатации месторождения Албын и более высококачественная руда месторождения Пионер. Акции эмитента также торгуются с дисконтами к отраслевым аналогам.

*потенциал роста по состоянию на 28 февраля 2011 г.; **теоретическая цена в евро; ***теоретическая цена в рублях

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Таблица 5. Рекомендуемые Атоном бумаги: ключевые индикаторы

Тикер	Компания	Послед. цена, \$	Рын. кап., \$ млн	Теор. цена, \$	Рост / Падение, %	Рек-ия	P/E			PEG		EV/EBITDA			EV/Выручка			P/BV 11П	Чист. долг/ EBITDA
							10П	11П	12П	10П	11П	10П	11П	12П	10П	11П	12П		
Высокие цены на нефть																			
OKEY	Окей	11,6	3 109	16,6	43%	Покупка	35,5	23,7	16,8	0,1	0,5	15,6	11,4	8,1	1,5	1,0	0,7	4,7	1,6
MGNT	Магнит	28,4	12 634	33,1	16%	Покупка	34,4	23,8	17,2	1,0	0,5	20,7	13,9	10,2	1,6	1,2	0,9	5,4	1,0
FIVE	X5 Retail Group	40,2	10 917	53,6	33%	Покупка	30,2	18,5	14,2	0,3	0,3	13,5	9,5	7,9	1,1	0,7	0,6	4,0	1,8
PRTK	Протек	1,7	915	3,0	72%	Покупка	16,8	9,6	7,6	Отр.	0,1	6,4	4,4	3,5	0,3	0,2	0,1	1,1	Отр.
SBER	Сбербанк	3,5	76 418	н/д	н/д	н/д	15,2	8,3	7,2	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	1,8	н/д
VTBR	ВТБ	6,9	36 246	н/д	н/д	н/д	20,0	13,5	10,7	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	1,6	н/д
VZRZ	Б. "Возрождение"	42,7	1 014	н/д	н/д	н/д	49,4	11,9	7,6	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	1,3	н/д
Рост цен на нефть																			
ROSN	Роснефть	9,4	100 005	н/д	н/д	н/д	9,7	9,3	10,3	0,5	0,0	6,1	6,0	6,3	1,8	1,6	1,5	1,5	0,7
TNBP	ТНК-BP	3,0	45 441	н/д	н/д	н/д	7,2	6,6	7,0	0,2	0,1	4,7	4,3	4,3	1,2	1,1	1,0	1,7	0,2
BANE	Башнефть	53,3	10 377	50,8	-5%	Покупка	7,7	7,0	7,4	0,02	0,7	3,7	3,4	2,5	0,7	0,7	0,7	0,7	Отр.
GAZP	Газпром	7,2	165 300	10,1	40%	Покупка	5,5	5,0	5,6	0,2	0,5	4,7	4,3	3,9	0,8	1,6	1,5	0,7	0,8
DGO	Dragon Oil*	597	5 007	н/д	н/д	н/д	13,9	10,6	10,0	0,5	0,3	5,5	4,3	3,9	4,7	3,8	3,3	1,7	н/д
ZKM	Zhaikmunai	13,0	2 403	н/д	н/д	н/д	47,9	8,6	7,8	30,3	4,6	24,2	5,1	4,4	13,7	3,7	3,2	1,6	н/д
INTE	Integra	3,6	696	4,8	34%	Покупка	Отр.	48,8	10,4	0,7	Отр.	5,9	5,1	4,0	0,7	0,9	0,7	1,4	0,5
O2C	С.А.Т. oil*	7,2	488	10,2	38%	Покупка	30,2	27,0	20,7	0,3	2,24	8,0	6,0	4,5	20,6	1,4	1,1	2,3	0,7
Коррекция цен на нефть																			
RTKM	Ростелеком*	155	15 958	220	42%	Покупка	11,7	10,5	9,0	0,2	0,9	5,0	4,7	4,0	2,0	1,9	1,7	1,7	0,5
MRKH	Холдинг МРСК	0,173	7 650	0,248	43%	Покупка	7,1	4,2	4,9	0,1	0,06	4,3	3,1	3,3	0,9	0,7	0,7	0,7	0,5
MRKU	МРСК Урала	0,0103	900	0,0204	98%	Покупка	6,4	6,1	4,1	0,2	1,12	2,8	2,6	2,1	0,6	0,4	0,4	0,5	Отр.
HYDR	РусГидро	0,0513	14 906	0,0823	60%	Покупка	13,6	11,9	13,5	2,0	0,85	7,6	6,8	7,3	Отр.	2,8	2,6	0,9	Отр.
TGKA	ТГК-1	0,0007	2 582	0,0014	105%	Покупка	18,7	6,1	5,1	0,6	0,03	11,7	5,0	4,1	0,3	1,4	1,2	0,9	0,7
Усиление инфляции																			
PMTL	Полиметалл	18,9	7 536	17,3	-8%	Держать	35,4	16,6	12,9	0,3	0,15	19,7	10,8	8,9	4,2	5,5	4,5	4,8	0,4
PLZL	Полюс Золото	33,6	12 818	36,6	9%	Держать	30,2	15,5	15,4	0,9	0,16	18,3	10,8	10,5	4,7	5,6	5,3	3,1	0,3
POG	Petrovavlovsk	17,6	3 315	21,9	24%	Покупка	32,8	12,5	8,5	Отр.	0,08	16,7	8,1	5,7	1,5	3,6	2,6	1,8	0,4

Данные по состоянию на 28 февраля 2011 г.; указаны среднерыночные прогнозы для не анализируемых Атоном акций;

*цены для Dragon Oil указаны в пенсах, для С.А.Т. Oil в евро, для Ростелекома в рублях

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2010. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или пригласения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описание любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвесторов, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подпадать под продажу во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

ООО "АТОН"

115035 Москва, Овчинниковская наб., дом 20, строение 1
Тел. +7 (495) 777 9090
ATON <GO> (Bloomberg)
Тел. +7 (495) 777 8877 Факс +7 (495) 777 8876
www.aton.ru www.atonbroker.com
Участник торгов РТС, ММББ, член НАУФОР

Atonline Limited

Юридический адрес:
5, Темистокли Дерви, ЭЛЕНИОН БИЛДИНГ; 2 этаж,
P.C. 1066, Никосия, Кипр
Офис:
20, Кириакос Матсис Авеню, 4 этаж, CY-1096, Никосия, Кипр
Тел. +357 (22) 680015 Факс +357 (22) 680016
Действует в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам
и биржам Республики Кипр (лицензия № CIF 104/09)

Директор Департамента торговли

Павел Грёнбьерг
+7 (495) 287 8650
pavel.gronbjerg@aton.ru

Управление продаж институциональным клиентам

Антон Снобков
+7 (495) 287 9280
anton.snobkov@aton.ru

Руководитель Аналитического департамента

Алексей Языков
+7 (495) 213 0340
alexei.yazikov@aton.ru

АНАЛИТИКИ АТОНА**Стратегия и экономика**

Питер Вестин
+7 (495) 213 0341
peter.westin@aton.ru

Эндрю Риск
+7 (495) 777 9090 x2641
andrew.risk@aton.ru

Сергей Колоколов
+7 (495) 777 9090 x2671
sergey.kolokolov@aton.ru

Электроэнергетика

Илья Купреев
+7 (495) 213 0335
ilya.koupreyev@aton.ru

Владислав Нигматуллин
+7 (495) 777 9090 x2643
vladislav.nigmatullin@aton.ru

Алексей Евстратенков
+7 (495) 777 9090 x2679
alexey.evstratenkov@aton.ru

Специальные ситуации

Михаил Пак
+7 (495) 213 0337
mikhail.pak@aton.ru

Никита Мельников
+7 (495) 213 0336
nikita.melnikov@aton.ru

Нефть и газ

Елена Савчик
+7 (495) 213 0343
elena.savchik@aton.ru

Вячеслав Буньков
+7 (495) 213 0344
slava.bunkov@aton.ru

Анна Лакейчук
+7 (495) 777 9090 x2661
anna.lakeychuk@aton.ru

Металлургия

Диннур Галиханов
+7 (495) 213 0338
dinnur.galikhonov@aton.ru

Илья Макаров
+7 (495) 777 9090 x2644
ilya.makarov@aton.ru

Потребительский сектор

Иван Николаев
+7 (495) 213 0334
ivan.nikolaev@aton.ru

Марина Гутнева
+7 (495) 777 9090 x2645
marina.gutneva@aton.ru

Телекоммуникации и медиа

Станислав Юдин
+7 (495) 213 0339
stanislav.yudin@aton.ru

Ирина Скворцова
+7 (495) 777 9090 x2675
irina.skvortsova@aton.ru

Банки

Сергей Казарян
+7 (495) 777 9090 x2674
sergey.kazaryan@aton.ru

Долговой рынок

Ринат Кирдань
+7 (495) 213 0342
rinat.kirdan@aton.ru

Андрей Бобовников
+7 (495) 287 8648
andrey.bobovnikov@aton.ru

Редакционно-издательский отдел

Лорен Мэнди
+7 (495) 777 9090 x2648
lauren.mandy@aton.ru

Томас Лавракас
+7 (495) 777 9090 x2686
thomas.lavrakas@aton.ru

Анна Богданова
+7 (495) 777 9090 x2657
anna.bogdanova@aton.ru

Анна Мартынова
+7 (495) 777 9090 x2678
anna.martynova@aton.ru

Технический анализ

Елена Кожухова
+7 (495) 777 9090 x2672
elena.kozhukhova@aton.ru