

# 2013

## Инвестиционная стратегия



Московские партнеры

Аналитический департамент

17.01.2013

## Инвестиционная стратегия на 2013 год

### Игра в бисер

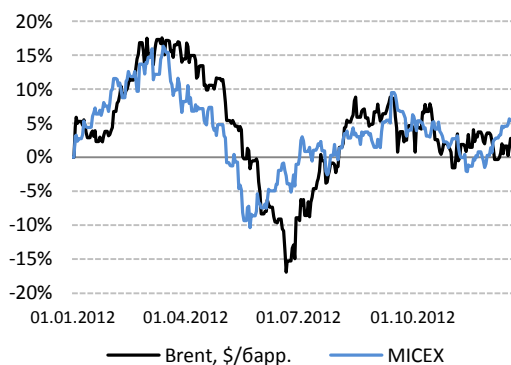
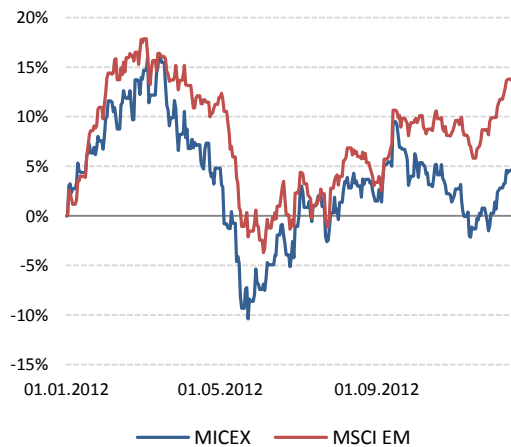
*В безопасный путь посылают только слабых. Г. Гессе.*

Мы ожидаем, что 2013 г. будет не менее сложным и противоречивым, чем прошлый год. С одной стороны, мы видим возможности для частичного восстановления фондовых рынков или, точнее, создание базы для последующего роста. С другой стороны, большие покупатели на рынки еще не пришли. Ключевые вопросы остаются: долговые проблемы в ЕС не закончились, ситуация с госдолгом США непонятна, Китай также способен неприятно удивить. На российском рынке, по нашим оценкам, сложилась картина, когда крупных продавцов осталось мало, но и свежих денег также пока не ощущается. В такой ситуации мы считаем целесообразным в 2013 г. уделять основное внимание точечным инвестициям в акции: корпоративным историям, приватизационным идеям, а также выбирать бумаги с высокой дивидендной доходностью. Из облигаций мы обращаем внимание инвесторов на российские бонды с дюрацией до 2 лет и доходностью на уровне 10-12%.

**Фокус на отдельные бумаги и дивидендные истории.** Мы рекомендуем избирательно подходить к выбору акций и тщательно взвешивать оценку баланса риска и доходности при выборе облигаций. В 2013 г. на фоне сохраняющейся нестабильности на мировых рынках мы отдаем предпочтение акциям с высокой дивидендной доходностью, а также компаниям, где вероятно появление позитивных корпоративных событий.

**Низы не могут, верхи не хотят.** Мы считаем, что на российском фондовом рынке сложилась ситуация, когда в большинстве ликвидных бумаг почти не осталось больших продавцов. В тоже время, денег на рынке пока явно недостаточно для формирования сильного восходящего тренда. Мы полагаем, что в 2013 г. есть смысл обратить внимание на перепроданные бумаги из 1 и 2 эшелонов. К таким мы относим Petropavlovsk (добыча золота), Распадская, X5 RetailGroup, ФСК ЕЭС, Русгидро и некоторые другие.

**Приватизация`2013.** Одним из наиболее важных процессов 2013 г. станет приватизация ряда активов. Мы рекомендуем инвесторам держать в поле зрения эти компании. Из наиболее ликвидных бумаг мы отмечаем госпакеты акций Роснефти, Аэрофлота, в меньшей степени - ВТБ. Кроме того, на наш взгляд, определенный интерес может представлять приватизация АЛРОСА, Совкомфлота, Новороссийского порта, УАЗа.



## Инвестиционное заключение

По нашему мнению, высокий уровень неопределенности и нервозности, характерный для рынков в последнее время, сохранится и в 2013 году. Проблемы экономик США и Еврозоны остаются, и на их решение, возможно, потребуются годы. Отметим, что Россия на этом фоне выглядит достаточно уверенно. Поэтому динамика фондовых индексов будет во многом зависеть от того, что в сознании инвесторов перевесит в тот или иной момент времени: глобальные опасения или же привлекательный уровень цен на рискованные активы.

По нашему мнению, российский рынок акций выглядит в перспективе наступившего года привлекательнее, чем развитые рынки и некоторые развивающиеся. Это не является новой идеей: тезис о дешевизне российских акций повторяется из года в год, однако дисконт от этого ощутимо меньше не становится. Тем не менее, сейчас ситуация складывается несколько по иному. Российская экономика выглядит более устойчивой, чем европейская и американская, а политические риски, на наш взгляд, уже учтены в текущих ценах.

Наступивший год может оказаться хорошим трамплином для долгосрочных инвесторов. Акции большинства отечественных компаний сейчас достаточно дешевы, а некоторые облигации с дюрацией 2-3 года показывают хорошую доходность. На рынке акций сейчас почти не осталось крупных продавцов. Многие акции, такие как, например, Распадская, X5 RetailGroup, ФСК ЕЭС, Русгидро, Petropavlovsk (добыча золота) перепроданы, что может стать хорошей спекулятивной возможностью относительно дешево войти в капитал данных компаний. На наш взгляд, в первую очередь, отслеживание подобных спекулятивных историй и участие в них является ключевым аспектом для инвесторов в 2013 г.

По нашему мнению, в 2013 году имеет смысл больше обращать внимание на отдельные рыночные имена. По нашему мнению, в текущих условиях давать точный прогноз значений фондовых индексов на конец года – так или иначе, попасть пальцем в небо. Мы рекомендуем инвесторам сосредоточить свое внимание на дивидендных акциях, а также следить за событиями в компаниях и за корпоративными новостями.

На рынке акций в качестве лучших идей мы выделяем бумаги Норильского никеля, Сбербанк, Транснефти (префа), Сургутнефтегаза (префа), Полиметалла, МТС, Аэрофлота, ЛСР, ФосАгро и некоторых других (см. ниже более подробно). Из дивидендных историй, на наш взгляд, наиболее привлекательно выглядят локальные акции Норильского никеля, Аэрофлота и Акрона, а также привилегированные акции Сургутнефтегаза, Нижнекамскнефтехима, Башнефти, Татнефти и Банка «Санкт-Петербург».

## Облигации

При выборе инструментов с фиксированной доходностью мы рекомендуем взвешенно подходить к оценке баланса риска и доходности. На наш взгляд, сейчас на рынке есть ряд привлекательных облигаций, как российских, так и евробондов. На наш взгляд, оптимальными являются российские облигации с дюрацией до 2-х лет и доходностью 10-12% (например, Росгосстрах2, Акрон БО1, ЛСР БО3 и др.), а также долларовые евробонды с дюрацией до 3-х лет и доходностью 8-9% (например, НОМОС19, Промсвязьбанк2016, Казаньоргсинтез и др.).

## Тор picks - акции

### Нефть и газ

**Транснефть-ап (TRNFP RX).** Мы ожидаем увеличения дивидендов из-за рекомендаций правительства госкомпаниям выплачивать не менее 25% от чистой прибыли. Мы также не исключаем, что в 2013 г. может быть приватизирована часть госпакета Транснефти.

**Сургутнефтегаз-ап (SNGNP RX).** В привилегированных акциях Сургутнефтегаза нас привлекает, прежде всего, высокая дивидендная доходность. В 2012 г. ожидается, что доходность составит более 7%.

### Металлы и добыча

**Норильский никель (GMKN RX).** В компании произошли позитивные корпоративные события, связанные с урегулированием конфликта акционеров, и мы ожидаем, что это будет способствовать дальнейшему росту инвестиционной привлекательности акций. Кроме того, еще одним триггером является существенное увеличение дивидендных выплат в 2012-2014 гг.

**Polymetal Plc (POLY LN).** На наш взгляд, инвестиции в золотодобывающие активы не теряют актуальности и остаются одним из способов хеджа в условиях нестабильности, а Полиметалл представляется нам лучшей идеей в секторе. Более того, компания стала более щедрой в смысле дивидендной политики: в 2012 г. доходность увеличилась до 5% (в 2011 г. – 1,5%) благодаря выплате специальных дивидендов.

### Банки

**Сбербанк (SBER RX).** Наша рекомендация обратить внимание на Сбербанк несколько противоречит общей консервативной стратегии на 2013 год, поскольку Сбербанк хорош на растущем рынке. Тем не менее, в периоды сильной волатильности на волне временного позитива, по нашему мнению, бумага может опережать рынок.

### Телекоммуникации

**МТС (MTSS RX).** МТС недавно привязала дивиденды к денежному потоку и в 2012-2014 гг. будет платить не менее, чем по 18,3 руб. на акцию (рост доходности с 6% в 2011 г. до 8% в 2012 г.). Благодаря этому, а также сильным финансовым показателям (рост выручки и высокая рентабельность), обеспечивающим увеличение свободного денежного потока компании, ее акции остаются одним из лучших защитных инструментов в пору повышенной волатильности.

### Транспорт

**Аэрофлот (AFLT RX).** Мы ожидаем значительного роста дивидендной доходности компании при условии выплаты 25% от чистой прибыли. Аэрофлот также выглядит существенно дешевле зарубежных аналогов.

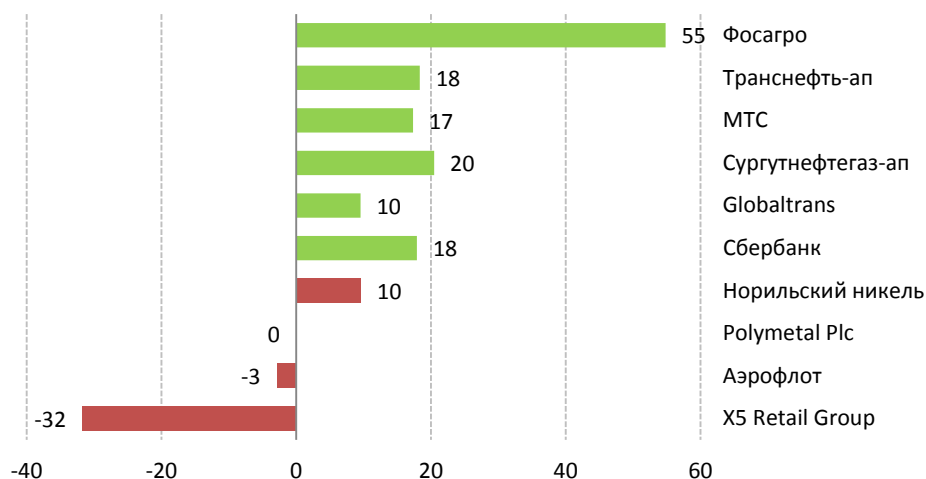
**Global Trans (GLTR LI).** Компания планирует выплатить специальные дивиденды. При этом акции Global Trans выглядят сильно перепроданными. Кроме того, инвестиции в Globaltrans – это ставка на стабильность российской экономики в 2013 году и рост рынка перевозок в более долгосрочной перспективе благодаря вступлению страны в ВТО.

**Потребительский сектор**

**X5 Retail Group (FIVE LI).** Компания выглядит наиболее недооцененной в потребительском секторе. Коэффициент EV/ЕВITDA на 2013 год составляет 6,5 по сравнению со среднеотраслевым 7,4 (дисконт 14%). Также мы полагаем, что бумага сильно перепродана, и не исключаем частичного восстановления в 2013 г.

**Удобрения**

**Фосагро (PHOR LI).** По сообщениям СМИ, компания может провести SPO в 2013 г. Объем вероятного размещения оценивается в \$400 млн (около 8% капитализации на 18/12/2012). Плюс рыночная ситуация говорит в пользу компании: цены на пшеницу, сою, мясо и другие продукты находятся в повышательном тренде.

**Динамика котировок топ-идей в акциях за 12М, %**

Источник: данные компаний, Bloomberg

## Московские партнеры: Топ-идеи в акциях (\$ млн)

	Тикер	Мсар	EV	EV/EBITDA`13	P/E`13	Bloomberg consensus, \$	Upside, %
<b>Нефть и газ</b>							
Транснефть-ап	TRNFP RX	15 719	24 719	2,3	2,6	2 601	24%
Сургутнефтегаз-ап	SNGSP RX	33 003	20 803	2,1	5,5	0,9	31%
<b>Металлы и добыча</b>							
Норильский никель	GMKN RX	37 633	40 998	7,4	11,2	240	22%
Polymetal Plc	POLY LN	6 735	7 742	6,6	9,1	21	21%
<b>Банки</b>							
Сбербанк	SBER RX	70 906		1,1	6,0	4,2	28%
<b>Телекоммуникации</b>							
МТС	MTSS RX	16 882	23 514	4,3	9,7	10	29%
<b>Транспорт</b>							
Аэрофлот	AFLKT RX	1 780	3 534	4,3	5,8	2,1	31%
Globaltrans	GLTR LI	2 663	4 196	5,4	6,8	23	52%
<b>Потребительский сектор</b>							
X5 Retail Group	FIVE LI	4 617	8 420	6,5	13,4	22	31%
<b>Химия</b>							
Фосагро	PHOR LI	4 915	5 992	5,1	6,9	16	24%

Источник: данные компаний, Bloomberg

## Московские партнеры: Топ-идеи в облигациях

	Дюрация	Доходность	Купон	Оферта	Погашение	ЧД/ЕБИТДА
<b>Российские облигации</b>						
Росгосстрах2	0,91	10,0%	10,5%	11.11.2013	02.11.2017	0,2
Акрон БО1	2,53	9,8%	9,8%	-	13.10.2015	0,2
АЛРОСА БО1	2,57	9,0%	8,9%	-	30.10.2015	2,0
ЛСР БО3	1,22	11,1%	9,5%	-	20.03.2014	2,7
Мечел2об	0,48	12,6%	7,4%	-	12.06.2013	5,6
РСГ-Фин 2	1,3	13,8%	13,25%	19.04.2014	13.10.2015	2,0
<b>Евробонды</b>						
НОМОС 19	4,8	8,8%	10,0%	-	26.04.2019	
МБРР	2,8	9,5%	7,9%	-	10.03.2016	
Промсвязьбанк16	3,0	8,0%	11,3%	-	08.07.2016	
Казаньоргсинтез	1,9	9,4%	10,0%	-	19.03.2015	3,2

Источник: данные компаний, Bloomberg

**Акции: игра в дивиденды.** Инвестирование в акции с высокой дивидендной доходностью, по нашему мнению, является одной из наиболее оптимальных стратегий в нестабильные времена. На российском рынке есть давно известные и привычные инструменты для этого, в основном, это бумаги второго или третьего эшелона (Нижнекамскнефтехим, например, или Бамтоннельстрой). Однако, в 2012 г. и у более ликвидных компаний из первого эшелона, в капитале которых как акционер присутствует государство, доходности могут повыситься.

Речь идет о постановлении правительства РФ о том, что компании с государственным участием с 2013 г. обязаны не менее 25% от своей чистой прибыли направлять на выплату дивидендов. В связи с этим у ряда компаний в 2013 г. увеличатся дивидендные доходности. По нашим расчетам, наибольший рост покажет доходность дивидендов Аэрофлота.

	2011		2012П		Изменение доходности, п.п.
	Дивиденд на акцию, руб	Доходность, %	Дивиденд на акцию, руб	Доходность, %	
Аэрофлот	1,09	1,6%	4,1	6,5%	4,9%
Сбербанк	2,20	2,3%	4,2	4,2%	1,9%
Русгидро	0,008	1,0%	0,023	2,9%	1,9%
Роснефть	3,45	1,7%	7,4	2,9%	1,1%
Транснефть	716,58	1,6%	1 677	2,5%	0,9%
АЛРОСА	1,01	3,7%	1,0	3,4%	-0,3%
Сбербанк-преф	2,59	3,4%	2,6	3,8%	0,3%
ФСК ЕЭС	0,0021	0,6%	0,002	0,8%	0,2%
Интер РАО	0,0001	0,3%	0,0001	0,6%	0,2%
ГАЗПРОМ	8,97	5,7%	7,2	4,9%	-0,8%
ВТБ	0,0009	1,4%	0,0004	0,8%	-0,7%
Трансконтейнер	87,68	3,4%	102,6	2,5%	-0,9%
Газпромнефть	7,30	4,7%	4,7	3,3%	-1,4%

Источник: СПАРК, данные компании

Вместе с тем, необходимо заметить, что данные расчеты основаны на чистой прибыли компаний за 2011-2012 гг. по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ), т.е. в соответствии с тем, как рассчитывали дивиденды сами компании. В будущем большинство компаний, особенно крупных, таких как ГАЗПРОМ, Роснефть или Транснефть, начнут рассчитывать дивиденды на основе отчетности по МСФО, что приведет к дополнительному росту доходностей. По нашим ожиданиям, компания могут перейти на такие расчеты в 2014-2015 гг.

	Чистая прибыль по РСБУ, млн руб	Дивиденд на акцию, руб.	Чистая прибыль по МСФО, млн руб.	Дивиденд на акцию, руб.	Доходность (РСБУ), %	Доходность (МСФО), %	Изменение доходности, п.п.
Холдинг МРСК	3 772	0,0	22 690	0,1	0,9%	5,6%	4,6%
ГАЗПРОМ	680 333	7,2	1 231 974	13,0	4,9%	8,9%	4,0%
ВТБ	18 258	0,0	89 409	0,0	0,8%	3,7%	2,9%
Газпромнефть	88 559	4,7	162 875	8,6	3,3%	6,0%	2,7%
ФСК ЕЭС	8 555	0,0	27 485	0,0	0,8%	2,5%	1,7%
Интер РАО	5 359	0,0	14 788	0,0	0,6%	1,5%	1,0%

Источник: СПАРК, данные компании

**Норникель может стать лидером по доходности в 2013 г.** В последнее время прослеживается тенденция, в соответствии с которой многие компании вместо громких сделок M&A и инвестиций в сложные проекты, предпочитают более щедро делиться прибылью с акционерами.

В частности, happy end истории конфликта акционеров Норникеля увенчался объявлением, что компания в ближайшие 3 года будет выплачивать примерно по \$3 млрд (почти 100% чистой прибыли) в качестве дивидендов. Это соответствует примерно \$15 на акцию, или около 8,2% доходности. Кроме того, целый ряд компаний объявил так называемые «специальные» дивиденды, для того, чтобы поощрить акционеров. Это МТС, Polymetal, М.Видео, Global Ports и некоторые другие.

Ну и традиционно интересными остаются компании второго и третьего эшелонов с высокими дивидендными доходностями, такие как Нижнекамскнефтехим-преф, Башнефть-преф, Акрон, Татнефть-преф.

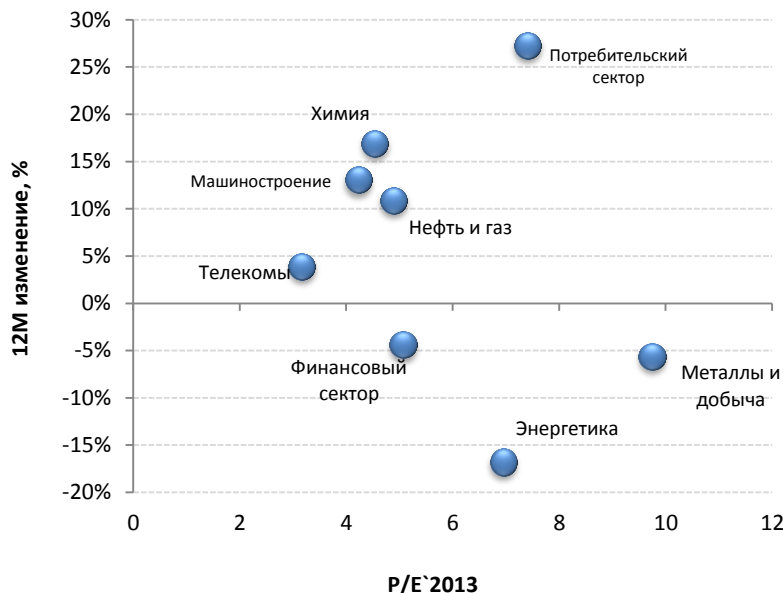
### Дивидендные истории 2013

	Дивиденд на акцию, руб.	Доходность, %	Отсечка
<b>Первый эшелон</b>			
Норильский никель	488	8,2%	май 2013
МТС	18,3	7,5%	май 2013
Сургутнефтегаз-ап	1,5	7,0%	май 2013
Ростелеком-ап	6,2	6,8%	апрель 2013
ГАЗПРОМ	7,2	4,9%	май 2013
Polymetal Plc	0,9	4,9%	май 2013
Сбербанк	4,2	4,2%	апрель 2013
ЛУКОЙЛ	74,2	3,7%	май 2013
ТМК	3,1	3,3%	май 2013
Роснефть	7,4	2,8%	май 2013
<b>Второй и третий эшелон</b>			
Нижнекамскнефтехим-ап	3,3	13,0%	апрель 2013
Башнефть-ап	155	11,5%	май 2013
Акрон	142	9,7%	май 2013
Аэрофлот	3,1	6,3%	май 2013
Татнефть-ап	9,7	9,2%	май 2013
Банк Санкт-Петербург-ап	4,4	7,4%	март 2013
Ленгазспецстрой	7 660	191,5%	апрель 2013
Бамтоннельстрой	1 486	212,3%	май 2013
Фосагро	63,0	5,2%	апрель 2013
Мостотрест	7,2	4,0%	май 2013
АЛРОСА	1,0	3,4%	май 2013
Дорогобуж-ап	1,0	5,3%	апрель 2013
М.Видео	7,1	2,8%	май 2013

Источник: данные компаний, оценки компании «Московские партнеры»

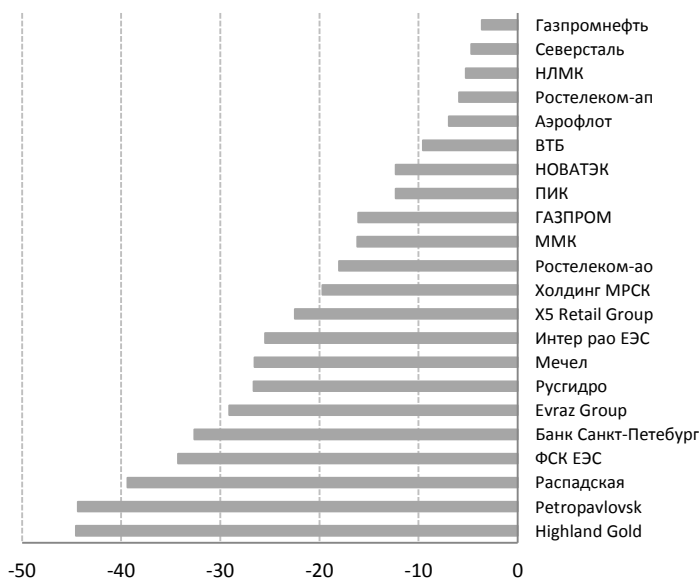


**Там, где нет продавцов.** На наш взгляд, в 2013 г. интересными представляются акции компаний, в которых практически не осталось крупных рыночных продавцов. В 2012 г. наибольшее снижение на российских площадках показали отраслевые индексы ММВБ по электроэнергетике, сектору металлов и добычи, а также по банкам, снизившись на 17%, 6% и 4% соответственно.



Источник: ММВБ, Bloomberg

Среди отдельных эмитентов мы выделяем Распадскую, подешевевшую за 2 года почти на 70%. Недавнее слияние с Evraz Group – позитивное событие для компании. Мы полагаем, что в 2013 г. могут быть интересные корпоративные новости относительно Распадской, например, мы не исключаем возможного объединения компании с другим крупным угольным активом Evraz Group – Южкзбассуглем. В этом случае есть вероятность выставления оферты миноритариям Распадской.



Источник: ММВБ, Bloomberg

В секторе драгоценных металлов мы рекомендуем обратить внимание на золотодобывающую компанию Petropavlovsk, которая за 2 года подешевела почти в 2 раза, главным образом, из-за отставания объемов добычи от ранее заявленных планов. Вместе с тем, сейчас компания постепенно решает свои операционные трудности. На наш взгляд, на фоне сохраняющейся нестабильности, если инвесторы вновь начнут активно уходить в защитные активы, это бумага может существенно опережать остальные компании сектора. Что касается компании Highland Gold, акции которой также значительно снизились в цене за 2013 г., то мы считаем, что операционные риски в этой истории пока достаточно велики.

	2012	2011
<b>Электроэнергетика</b>		
ОГК-2	-56%	-58%
МРСК Северного Кавказа	-49%	-71%
Ленэнерго	-36%	-63%
ФСК ЕЭС	-34%	-23%
РусГидро	-27%	-41%
Интер рао ЕЭС	-25%	-28%
Холдинг МРСК	-20%	-58%
<b>Металлы и добыча</b>		
Highland Gold	-45%	-4%
Petropavlovsk	-44%	-46%
Распадская	-39%	-57%
Euras Group	-29%	-
Мечел	-27%	-71%
ММК	-16%	-65%
<b>Банки</b>		
Банк Санкт-Петербург	-33%	-59%
ВТБ	-10%	-43%
<b>Потребительский сектор</b>		
X5 Retail Group	-22%	-50%

Источник: ММББ, Bloomberg

Сектор электроэнергетики оказался самым перепроданным по итогам 2013 г. В секторе нет сильных и долгоиграющих идей. Особняком стоит приватизация отдельных МРСК, но это будет касаться, в основном, бумаг 2-3 эшелона. Как ожидается, в 2013 г. правительство РФ намерено реализовать госпакеты нескольких МРСК. Скорее всего, это будут МРСК Волги (MRKV), МРСК Центра и Поволжья (MRKP) или МРСК Урала (MRKU). С другой стороны, компании наиболее сильно перепроданного сектора, да еще с высокой бетой, могут спекулятивно переигрывать рынок в случае роста. Поэтому мы рекомендуем обратить внимание на ликвидные бумаги сектора, прежде всего, это ФСК, Русгидро, Холдинг МРСК.

Из других наиболее сильно упавших в цене компаний, которые могут «выстрелить» в течение года мы рекомендуем присмотреться к X5 Retail Group, ММК, а также к Мечелу (при этом стоит учитывать риски, связанные с высоким чистым долгом компании).

**Приватизация 2013. Кто и почему?** В 2013 г. могут быть приватизированы части госпакетов публичных компаний, а также могут состояться первичные размещения части госпакетов некоторых непубличных. Всего государство планирует привлечь в бюджет от продажи государственных пакетов частным инвесторам около 400 млрд руб. Ожидается доразмещение ВТБ, АЛРОСА, Роснефти, Новороссийского морского торгового порта (НМТП) и Аэрофлота.

	free-float	Доля государства	Доля на продажу	Мсар, \$ млн	Стоимость гос. доли, \$ млн
ВТБ	15%	75%	25%	18 781	4 695
Роснефть	25%	75%	5,7%	93 104	5 307
Аэрофлот	18%	51%	26%	1 717	446
АЛРОСА	15%	51%	51%	7 260	3 703
НМТП	15%	20%	20%	1 860	372

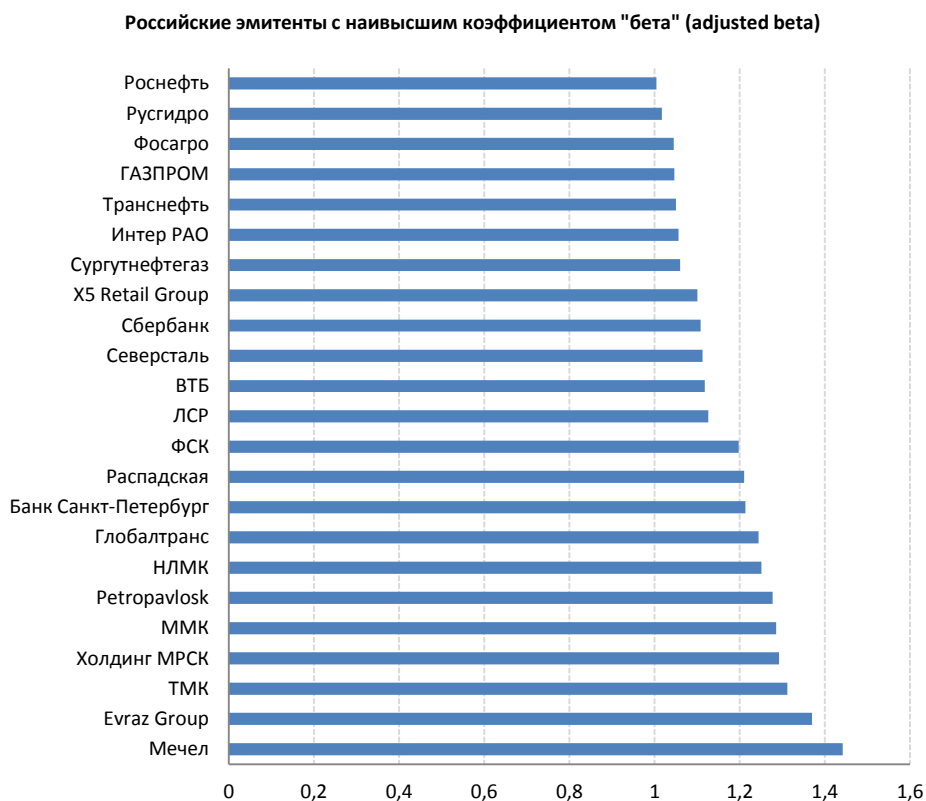
Источник: СМИ, данные компании

Из непубличных компаний государство может продать часть акционерного капитала РЖД, Россельхозбанка, Апатита, Совкомфлота, аэропорта «Шереметьево», Росагролизинга, Мурманского и Архангельского (Ванинский порт конце 2012 г. купил Мечел) и некоторых других.

	Доля государства	Пакет на продажу
РЖД	100%	5%
Архангельский МТП	20%	20%
Авиакомпания Сибирь	25,5%	25,5%
УАЗ	13,11%	13,11%
Нефтегазспецстрой	25,5%	25,5%
Амурский кабельный завод	10%	10%
Центральный телеграф	21,78%	21,78%
Апатит	20%	20%
Уралвагонзавод	100%	-
Транснефть-ао	100%	-
Совкомфлот	100%	-
Аэропорт "Шереметьево"	100%	-
Росагролизинг	100%	-
Зарубежнефть	100%	-
Мосэнергострой	100%	-
Россельхозбанк	100%	-
Объединенная зерновая компания	100%	50%
Мурманский МТП	100%	-

Источник: СМИ, данные компании

**Компании с высоким коэффициентом «бета».** Мы не исключаем, что в течение года рынок может показывать сильные движения, как в ту, так и в другую сторону. Это подразумевает высокий уровень неопределенности. Поэтому при покупке акций той или иной компании необходимо учитывать коэффициент «бета», который характеризует, насколько сильно изменяется цена акции в зависимости от движения рынка: чем больше «бета», тем сильнее цена бумаги опережает рынок. Мы полагаем, что компании с «бетой», равной 1.3-1.4, выглядят достаточно рискованными инструментами для инвестирования.

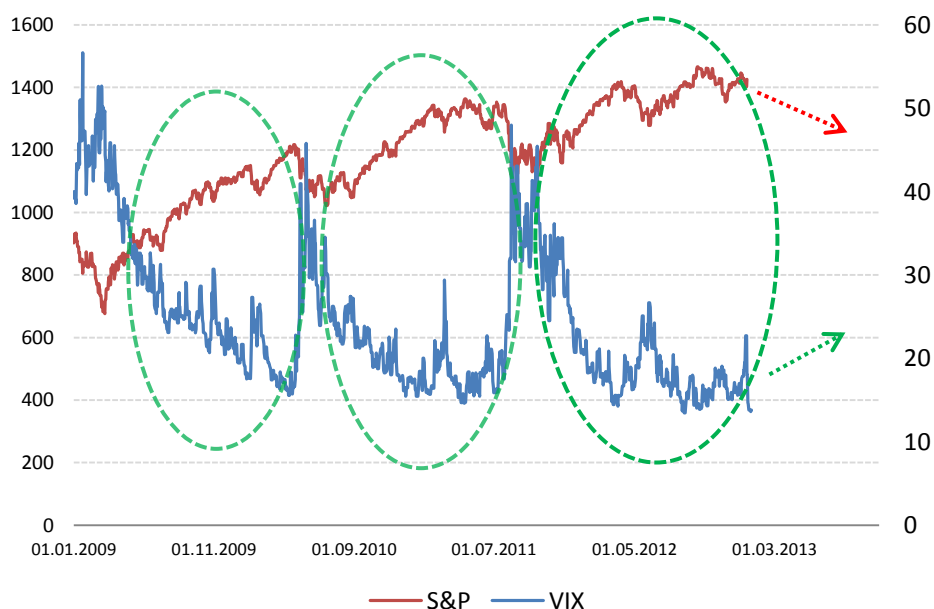


Источник: Bloomberg, данные компании

**Fiscal cliff: «мягкая посадка» или жесткие последствия?** Под конец 2012 г. республиканцам и демократам в США все-таки удалось избежать «фискального обрыва». В частности, был принят законопроект, предусматривающий повышение налогов для большей части населения и сокращение расходов бюджета с 2013 г. В соответствии с законом отменяются налоговые льготы для домохозяйств и частных лиц, чьи доходы превышают \$450 тыс. и \$400 тыс. в год соответственно. Кроме того, увеличивается налог на наследование крупной недвижимости, а также продлевается на год выплата пособий по безработице.

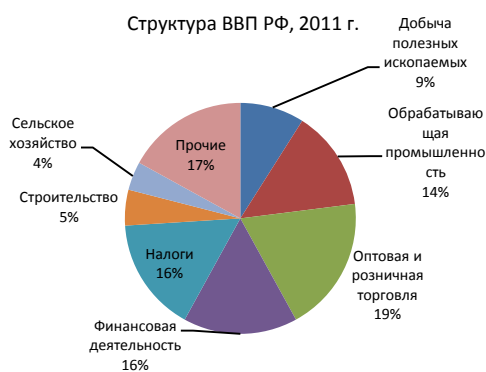
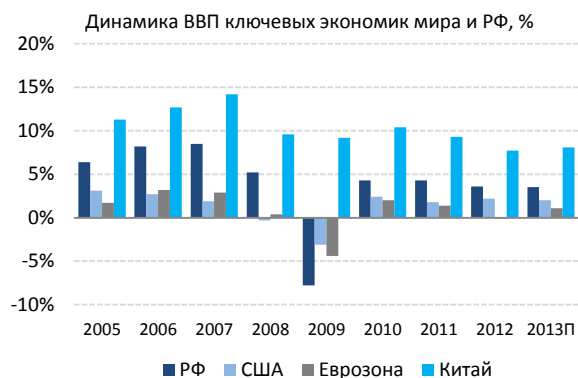
В то же время секвестр бюджетных расходов на \$1,2 трлн на ближайшие десять лет был отсрочен на два месяца. Произошла так называемая «мягкая посадка», которая может дорого обойтись как американской экономике, так и мировым рынкам. Основной риск переноса решения наиболее важного вопроса - это вероятный пересмотр рейтинга США в сторону понижения, который может произойти в течение ближайших 2 месяцев, если проблема лимита по госдолгу страны не будет решена. Таким образом, мы ожидаем, что американский рынок на данном новостном фоне в среднесрочной перспективе будет показывать нисходящую динамику.

Техническая картина также говорит о том, что американский рынок может войти в фазу снижения. Если мы сравним индекс S&P и индекс волатильности Чикагской биржи опционов (Chicago Board Options Exchange Index Volatility, VIX), то увидим, что с 2009 г. две кривых осуществили 3 цикла. В настоящее время восходящий цикл S&P и нисходящий цикл VIX приблизились к уровню максимально расширенного спреда, что, по нашему мнению, говорит о близкой смене направлений движения кривых на противоположные.



Источник: Bloomberg

**Российская экономика останется стабильной.** Мы полагаем, что российская экономика, несмотря на замедление потребительского спроса и падение экспорта, продолжит демонстрировать стабильность в 2013 г. Это будет происходить на фоне проблем, которые продолжают испытывать американская и европейская экономики. Согласно консенсус прогнозу, опубликованному агентством Bloomberg, в 2013 г. российский ВВП останется на уровне 2012 г. – около 3,5%. При этом американская экономика, согласно консенсусу, продолжит снижаться, а в Еврозоне ВВП только начнет восстанавливаться после долгового кризиса прошлого года. По нашему мнению, политические риски, усилившиеся в 2012 г., уже учтены в текущих ценах.

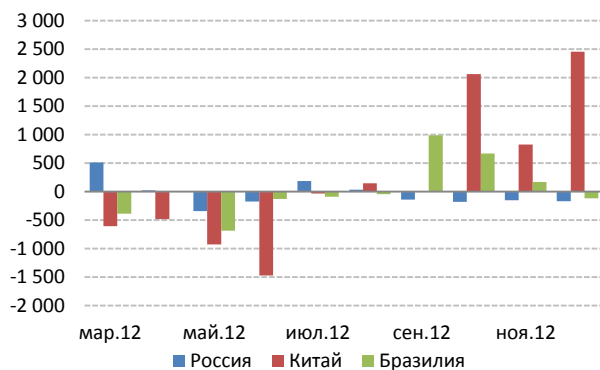
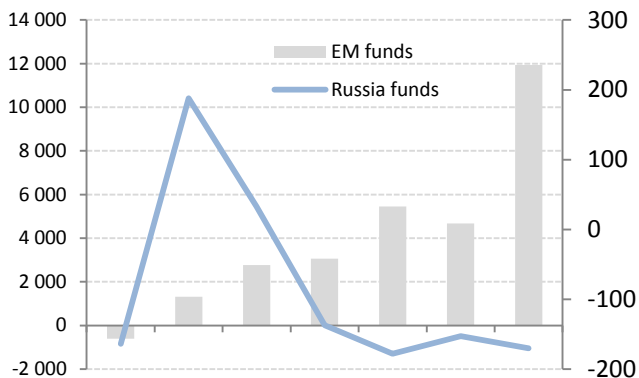


Источник: Росстат, Bloomberg

Что касается Китая, то мы с некоторым оптимизмом оцениваем перспективы экономики Поднебесной. Во всяком случае, ноябрьская статистика дает повод для этого. В частности, данные по промышленному производству и розничным продажам оказались максимальными за 8 месяцев и превысили ожидания рынка (промышленное производство в ноябре составило +10,1% при прогнозе Bloomberg в 9,8%, розничные продажи прибавили 14,9% при прогнозе в 14,5%). Согласно консенсус прогнозу агентства Bloomberg, в 2013 г. китайский ВВП увеличится до 8,1% с 7,7% в 2012 г.

**Фонды: будет ли рост интереса к российским активам?** Инвесторы с воодушевлением восприняли положительные новости из Китая, о чем красноречиво статистика притока денег в фонды, инвестирующие в развивающиеся страны. По данным агентства EPFR, в декабре приток денег в фонды, инвестирующие в китайские активы, увеличился до \$2,602 млрд по сравнению с \$169 млн в декабре.

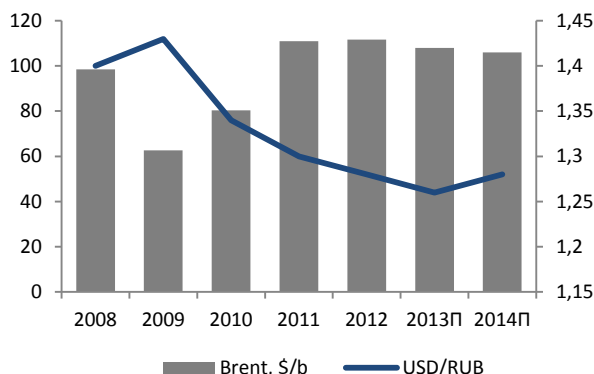
Россия по-прежнему среди отстающих: с начала 2012 г. чистый приток средств российские фонды составил около \$150млн против \$2500 млн – в китайские фонды и почти \$30 млрд в целом в фонды развивающихся рынков. Вместе с тем, мы не исключаем, что в 2013 году на фоне низкой базы 2012 года и при условии стабильной ситуации в экономике РФ, фонды начнут уделять больше внимания российским активам.



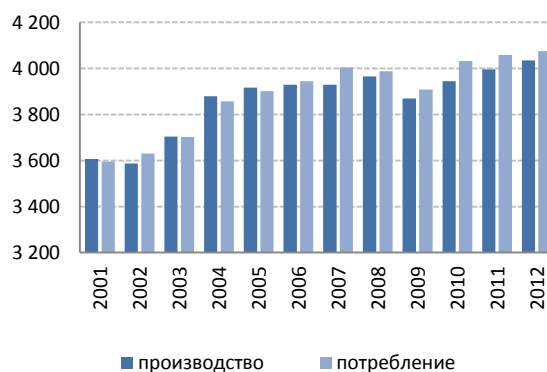
Источник: EPFR

**Нефть: ожидаем незначительного снижения среднегодовой цены Brent в 2013 г.** По нашему мнению, цены на нефть в 2013 г. будут колебаться на уровне \$100-110 за баррель. С одной стороны, сохранение напряженной обстановки на Ближнем Востоке будет поддерживать нефтяные котировки. С другой стороны, негатив, который будут испытывать рынки на фоне возможного понижения рейтинга США, а также долговых проблем стран Еврозоны, будет оказывать давление на цены.

Среднегодовая цена нефти и динамика котировок доллар/рубли

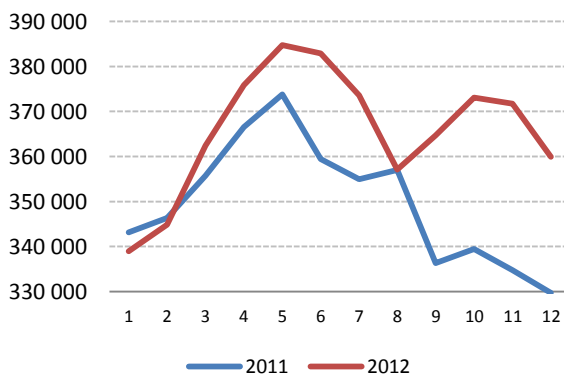


Нефть: глобальное производство и потребление, млн т

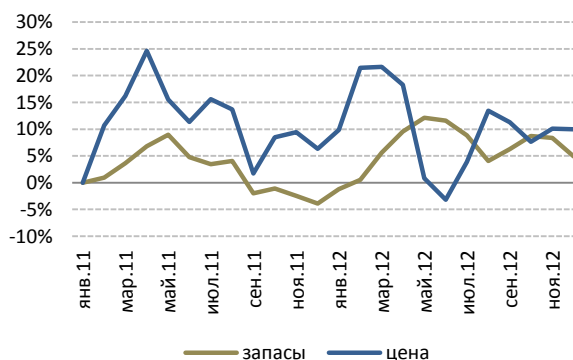


Источник: Bloomberg

США: изменение запасов сырой нефти в 2011 и 2012 гг., тыс. барр.



Цена на нефть и запасы в США, 2011-2012 гг.



Источник: BP Statistical Review of the World Energy, Bloomberg

**Норильский никель (GMKN RX) – главная идея 2013 г.**

**Конфликт исчерпан.** В конце декабря 2012 г. рынок всколыхнули новости относительно прихода в капитал Норникеля Романа Абрамовича и Александра Абрамова, основной миссией которых провозглашалось урегулирование конфликта между основными акционерами компании, а также изменении дивидендной политики компании. Инвесторы очень позитивно восприняли эти новости, акции компании в декабре выросли на 17% при изменении индекса ММВБ на 6%. Вместе с тем, мы считаем, что потенциал роста Норникеля еще не исчерпан, и в 1 полугодии 2013 г. вполне вероятно появление новых позитивных новостей о компании.

**Дивидендная доходность за 2012 г. может составить 9%.**

Норильский никель объявил, что будет выплачивать около \$3 млрд (около 100% чистой прибыли) в виде дивидендов ежегодно в течение 2012-2014 гг. Таким образом, бумага стала самой привлекательной по доходности среди российских blue chips: мы ожидаем, что дивидендная доходность акций Норильского никеля в 2012 г. составит около 9%.

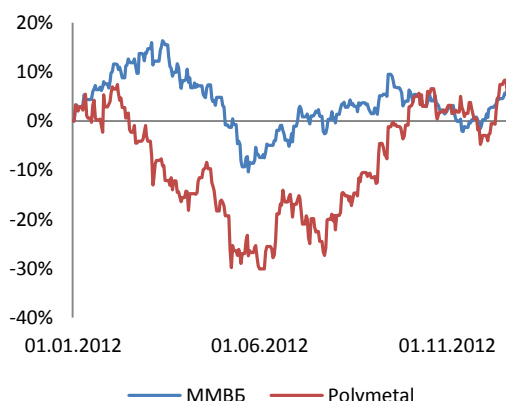
**Polymetal (POLY LN)**

**Лучший из золотодобывающих активов.** Мы рекомендуем обратить внимание на бумаги компании Polymetal Plc, одного из ведущих российских производителей золота и серебра. Компания является одной из лучших в мире по качеству активов и величине затрат на производство 1 унции в золотом эквиваленте (\$691 на унцию в 1P12 против \$727 в среднем по сектору) и при этом недооценена по мультипликаторам в сравнении с аналогами. Кроме того, мы не исключаем, что в течение 2013 г. компания может проявить себя на рынке M&A.

**Улучшение дивидендной политики.** Polymetal также улучшил свою дивидендную политику, объявив об этом в ноябре 2012 г. В частности, компания за 2012 г. выплатит специальные дивиденды в размере \$0,5 на акцию, общая сумма выплат составит около \$191 млн. Таким образом, с учетом годовых дивидендов доходность по итогам 2012 г. составит около 5%.



\$ mn	2012П	2013П
Выручка	11 996	12 608
EBITDA	5 032	5 477
Чистая прибыль	2 906	3 340
EPS, \$	16,0	17,2
EBITDA margin	42%	43%
EV/EBITDA	7,6	7,0
P/E	12,1	10,5



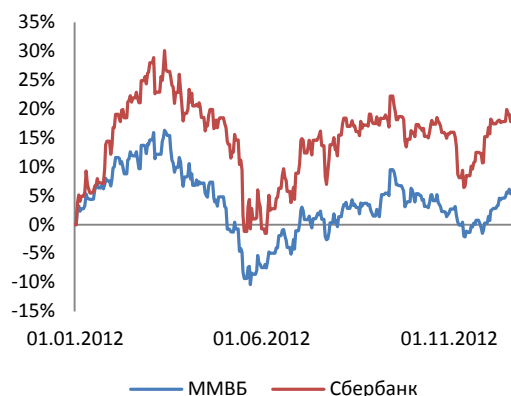
\$ mn	2012П	2013П
Выручка	1 824	2 267
EBITDA	896	1 195
Чистая прибыль	517	756
EPS, \$	1,4	2,0
EBITDA margin	49%	53%
EV/EBITDA	9,2	6,9
P/E	14,1	9,7



**Сбербанк (SBER RX)**

**Сбербанк интересен всем.** Сбербанк остается одним из самых качественных российских активов, поэтому его бумаги могут быть интересны как долгосрочным инвесторам, так и спекулянтам. Мы полагаем, что акции банка являются отличной идеей в случае появления сильного восходящего тренда на рынке. Кроме того, Сбербанк – хороший инструмент для спекулятивных операций.

**Мы ожидаем существенного роста дивидендной доходности в 2013 г.** Дивидендная доходность Сбербанка может увеличиться из-за рекомендаций Правительства, согласно которым компании с госучастием будут выплачивать не менее 25% от чистой прибыли в виде дивидендов, начиная с 2013 г. По нашим расчетам, в этом случае дивидендная доходность локальных акций Сбербанка вырастет на 2,2 п.п. до 4,5%. Напомним, что за 2011 г. банк выплатил 2,2 рубля на локальную акцию, доходность составила 2%, а payout ratio – 15%.

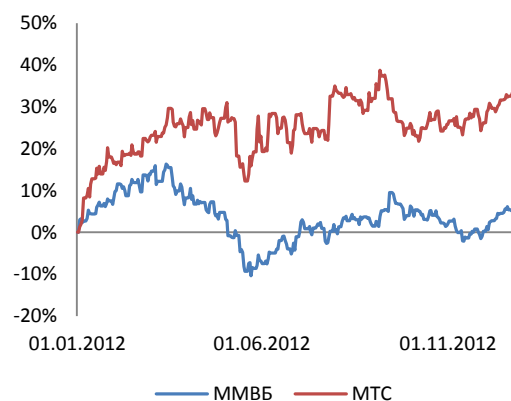


\$ mn	2012П	2013П
Выручка	29 342	33 801
Операционная прибыль	14 626	15 613
Чистая прибыль	11 140	11 540
EPS, \$	5,9	5,7
EBITDA margin	50%	46%
P/Book	1,3	1,1
P/E	5,8	5,6

**МТС (MTSS RX)**

**Ставка на рост финансовых показателей и улучшение дивидендной политики.** На наш взгляд, акции МТС являются наилучшей идеей в секторе телекоммуникаций благодаря стабильности финансовых показателей и улучшению дивидендной политики. После IPO Мегафона внимание многих инвесторов временно переключилось на эту компанию, на этом фоне интерес к МТС немного снизился. Однако мы полагаем, что начиная с января 2013 г. рынок снова начнет больше внимания уделять МТС на фоне необоснованно, по нашему мнению, высокой премии текущей цены Мегафона к цене его размещения.

**Рост дивидендов на 25% в ближайшие 3 года.** МТС, начиная с 2012 г. и в течение ближайших трех лет (2012-2014 гг.) планирует увеличить совокупные выплаты дивидендов на 25% до 114 млрд по сравнению с периодом 2009-2011 гг., когда было выплачено 91 млрд руб. Также дивиденды будут привязаны не к чистой прибыли, а к денежному потоку.

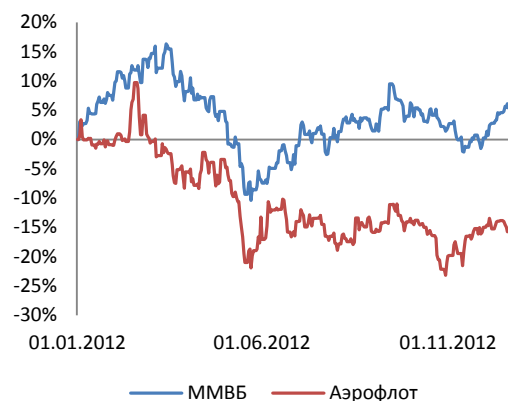


\$ mn	2012П	2013П
Выручка	12 405	12 791
EBITDA	5 283	5 455
Чистая прибыль	1 427	1 718
EPS, \$	0,7	0,9
EBITDA margin	43%	43%
EV/EBITDA	4,4	4,2
P/E	11,6	9,6

**Аэрофлот (AFLT RX)****Впечатляющий рост дивидендной доходности в 2013 г.**

Мы рассматриваем акции Аэрофлота, как одни из самых интересных с точки зрения увеличения дивидендной доходности. Если начиная с 2012 г. госкомпания начнет выплачивать акционерам 25% чистой прибыли, доходность бумаг Аэрофлота может увеличиться на 5 п.п. до 7%.

**Не исключены важные корпоративные события.** Мы ожидаем увеличения финансовых показателей Аэрофлота в 2013 г. на фоне роста пассажирских авиаперевозок в РФ, а также за счет улучшения ситуации в дочерних компаниях. Аэрофлот выглядит недооцененным по сравнению с зарубежными аналогами: P/E 2013 компании составляет 5,0 против 11,0 в среднем по отрасли. В 2012 г. бумага торговалась хуже рынка. В частности, акции Аэрофлота подешевели на 15% при общем росте индекса ММВБ на 5%. На наш взгляд, существующий дисконт несправедлив, и в течение 2013 г. Аэрофлот может опережать рынок в случае его роста.

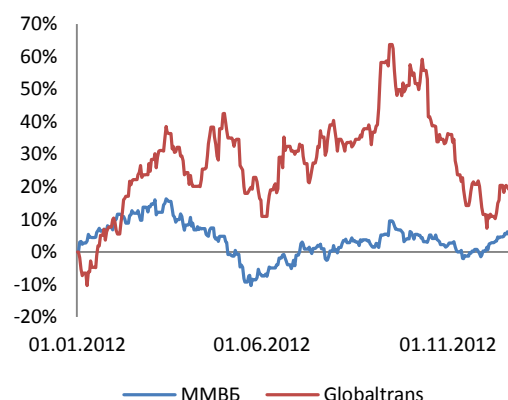


\$ mn	2012П	2013П
Выручка	7 785	8 652
ЕБИТДА	647	819
Чистая прибыль	222	305
EPS, \$	7,1	5,0
ЕБИТДА margin	8%	9%
EV/ЕБИТДА	5,1	4,0
P/E	7,0	5,1

**Globaltrans (GLTR LI)**

**Без слабых мест.** Мы выделяем Globaltrans, как одну из лучших идей среди транспортных компаний. Во-первых, бумага является самой ликвидной в секторе, во-вторых, компания будет показывать увеличение денежного потока в ближайшие годы, в-четвертых, имеет низкую долговую нагрузку (Net debt/ЕБИТДА около 1,5), в-третьих, торгуется ниже аналогов по мультипликаторам (EV/ЕБИТДА 2013 равен 5,5 против 7,5 в среднем по отрасли).

**Рост компании за счет M&A.** Мы не исключаем, что в течение года могут появляться позитивные новости корпоративного характера. Напомним, что в конце 2012 г. компания заключила сделку с ММК по покупке ММК-Транс. На наш взгляд, в 2013 г. (а также и в более долгосрочной перспективе) Globaltrans продолжит проявлять активность в сфере M&A.



\$ mn	2012П	2013П
Выручка	1 689	1 995
ЕБИТДА	676	791
Чистая прибыль	330	405
EPS	1,9	2,3
ЕБИТДА margin	40%	40%
EV/ЕБИТДА	6,5	5,5
P/E	8,6	7,0

**X5 Retail Group (FIVE LI)**

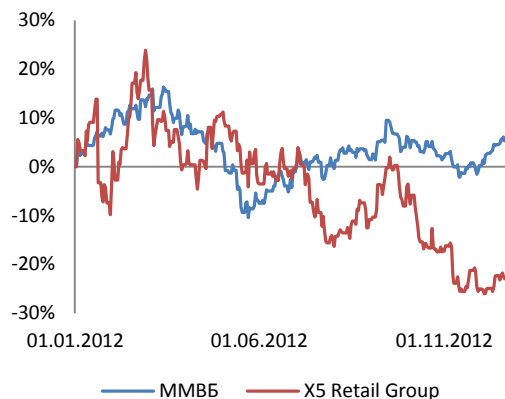
**Возможен рывок с низкой базы.** По нашим оценкам, X5 Retail Group на данный момент является одной из самых недооцененных идей в потребительском секторе. В 2012 г. бумага подешевела на 23% на фоне не самых лучших операционных результатов. Тем не менее, мы считаем, что в 2013 г. X5 Retail Group может продемонстрировать рост за счет постепенного улучшения финансовых показателей и дальнейшему развитию сети магазинов.

**Существенный дисконт к российским и зарубежным аналогам.** EV/EBITDA`2013 X5 Retail Group составляет 6,5 против 7,4 в среднем по сектору. Российские аналоги компании стоят существенно дороже. Например, EV/EBITDA`2013 Магнита составляет 9,5. Положение может выровняться либо за счет падения аналогов, либо за счет роста X5 Retail Group. Мы полагаем, что более реален второй вариант.

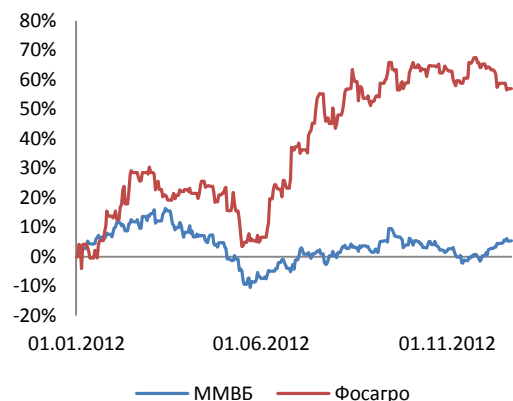
**ФосАгро (PHOR LI)**

**ФосАгро – наш фаворит в секторе удобрений.** В пользу нашего выбора акций компании ФосАгро в качестве фаворита среди производителей удобрений говорят несколько факторов. Во-первых, есть вероятность, что компания проведет SPO в 2013 г. в объеме \$400 млн. Во-вторых, как ожидается, цены на фосфорные удобрения будут восстанавливаться в 1П13 после некоторого падения в 4К12. В-третьих, на наш взгляд, в текущей цене ФосАгро не учтена либерализация рынка апатитового концентрата, которая вступит в силу с 2013 г. В-четвертых, компания привлекательно выглядит по мультипликаторам.

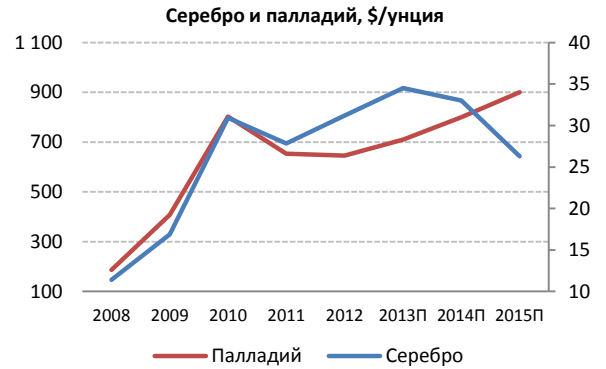
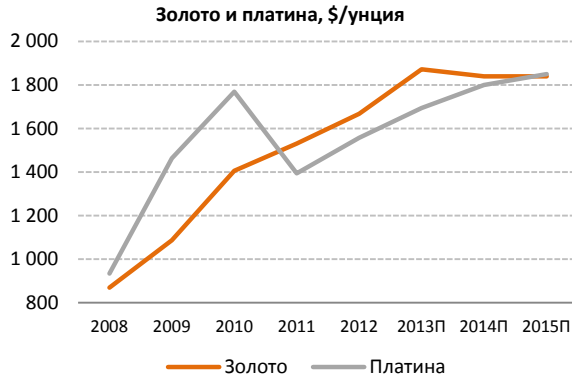
**Дисконт к аналогам по P/E составляет 35%.** Показатель P/E ФосАгро на конец 2013 г. составляет около 7,0. Это меньше на 78%, чем у Уралкалия (12,5) и на 35%, чем у средневзвешенного значения коэффициента в среднем по сектору. Мы полагаем, что акции ФосАгро недооценены рынком и в случае роста, эта бумага может расти, опережая индексы.



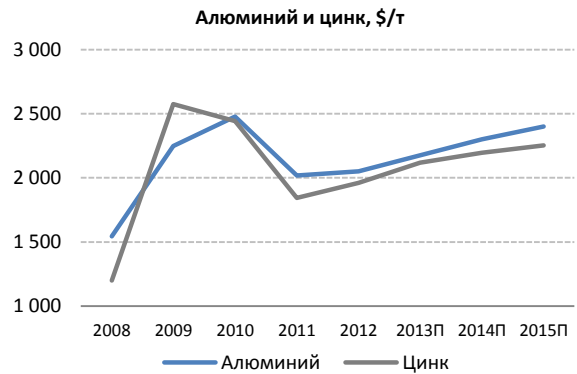
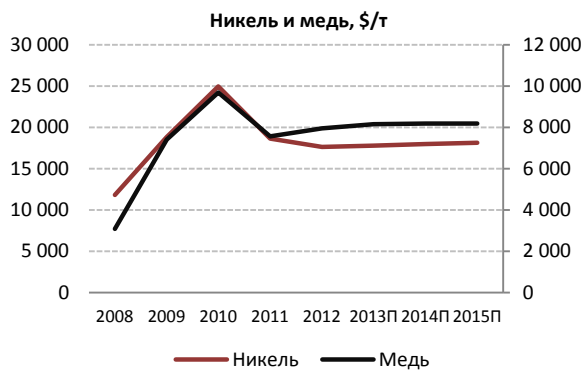
	2012П	2013П
Выручка	15 976	18 375
ЕБИТДА	1 128	1 318
Чистая прибыль	263	345
ЕБИТДА margin	7%	7%
Net margin	2%	2%



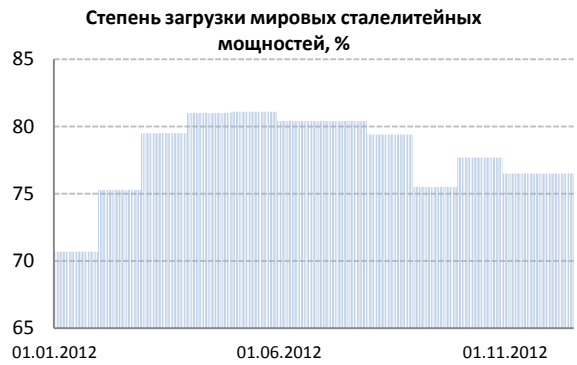
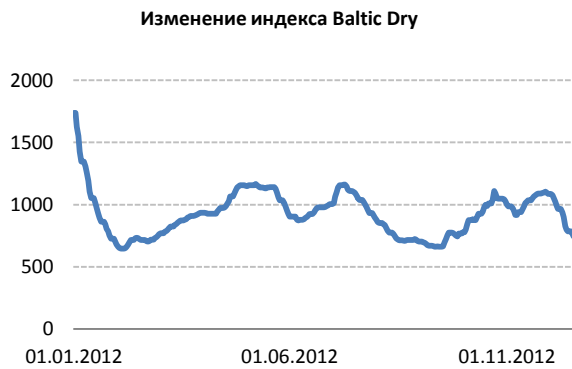
	2012П	2013П
Выручка	3 671	3 725
ЕБИТДА	1 248	1 205
Чистая прибыль	800	761
ЕБИТДА margin	34%	32%
Net margin	22%	20%



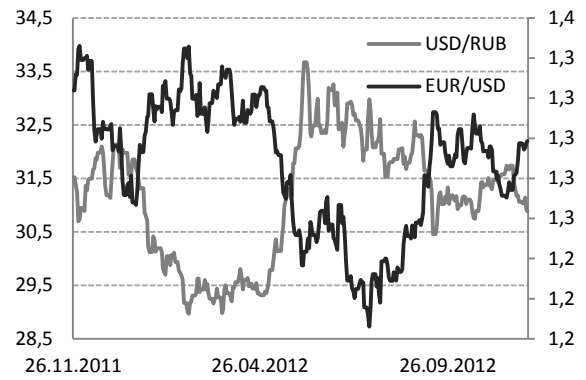
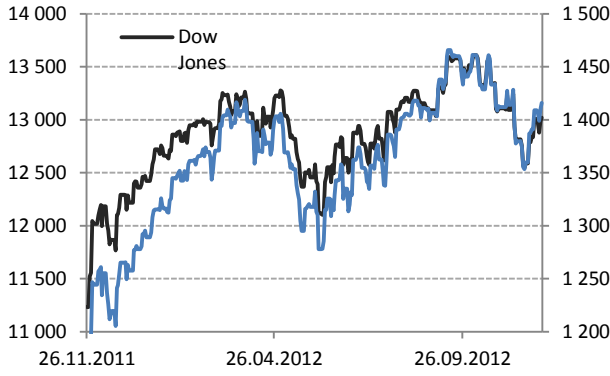
Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

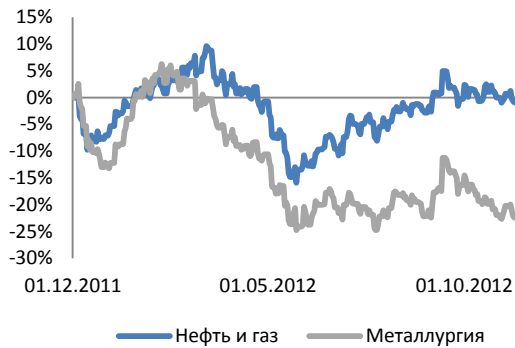


Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

**Динамика отраслевых индексов ММВБ**

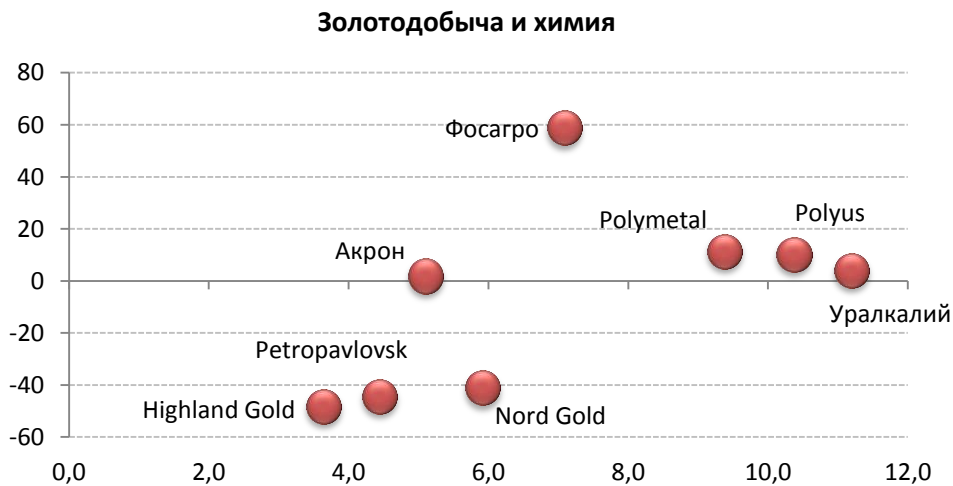
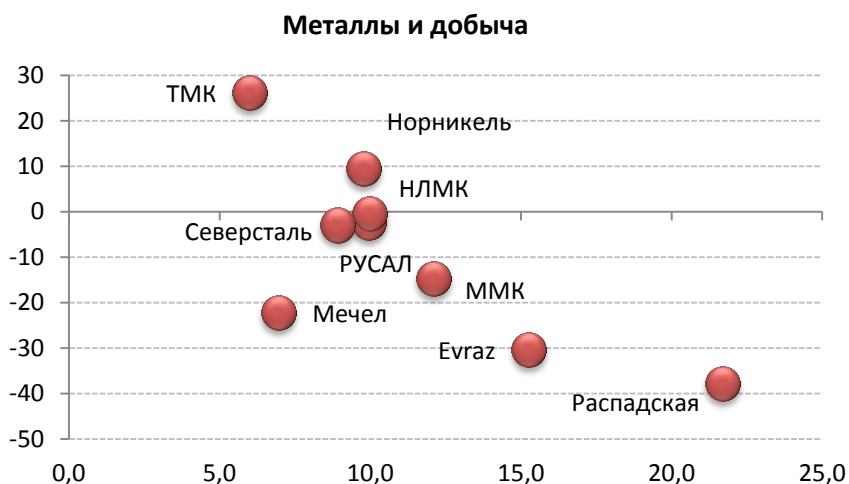
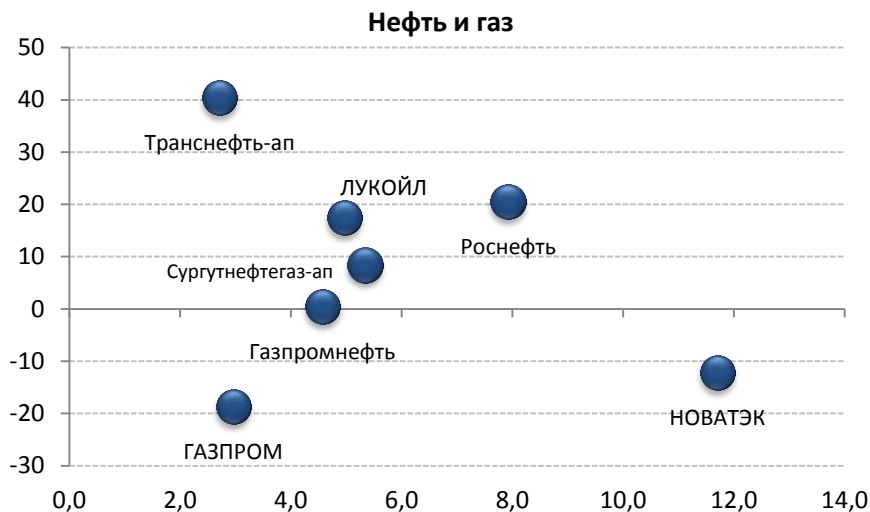


Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

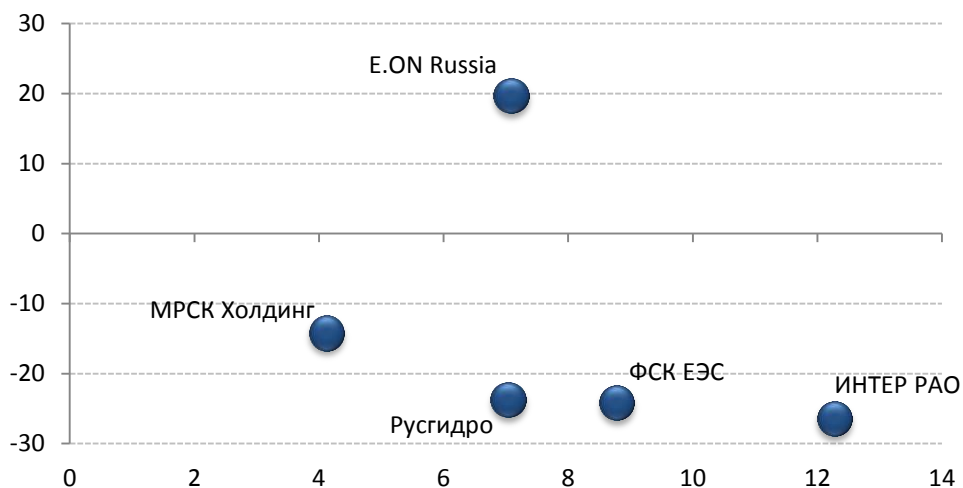
Соотношение роста капитализации (% ,ось ординат) в 2012 и Р/Е`2013П



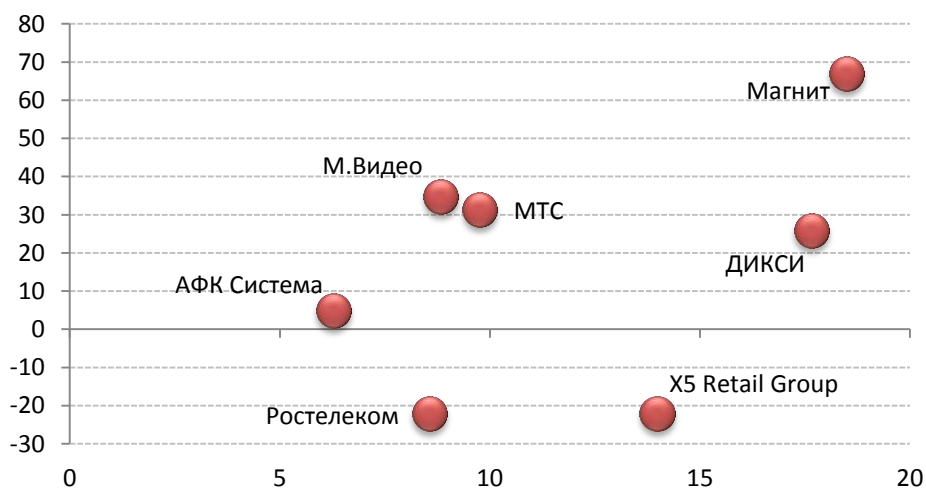
**Банки**



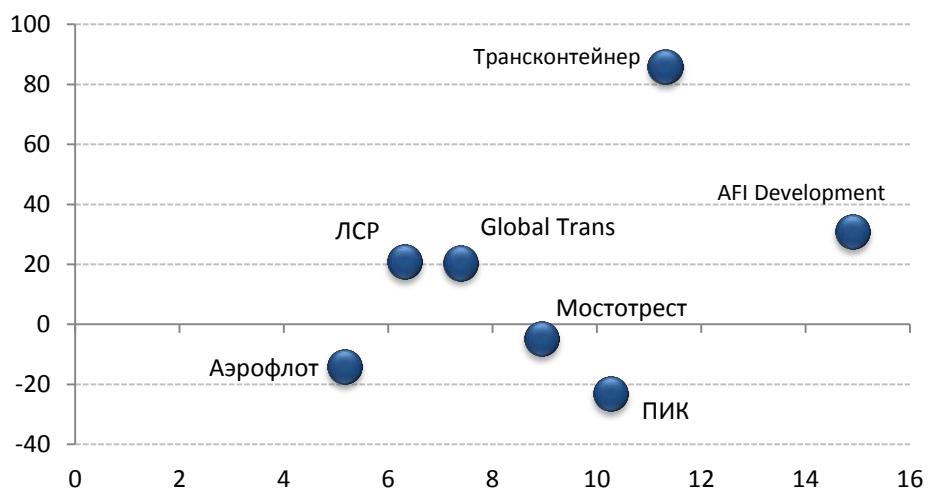
**Электроэнергетика**



**Телекомы и потребительский сектор**



**Транспорт и недвижимость**





	Цена, \$	Мсар, \$ млн	EV, \$	Консенсус- цена, \$	Потенциал роста, %	P/E		EV/EBITDA	
						2012E	2013E	2012E	2013E
<b>Нефть и газ</b>									
ГАЗПРОМ	4,8	114 751	157 608	6,8	40%	3,0	3,2	2,8	2,8
Роснефть	8,6	90 671	113 440	9,1	5%	7,8	7,8	5,4	4,8
Сургутнефтегаз	0,9	33 003	20 803	1,2	31%	5,4	5,5	2,0	2,1
ЛУКОЙЛ	65,7	56 375	61 360	82,3	25%	5,0	4,9	3,2	3,1
Газпромнефть	4,7	22 313	28 965	6,5	38%	4,3	4,4	3,3	3,3
НОВАТЭК	10,9	33 235	35 483	14,2	30%	14,0	11,4	10,5	8,7
Транснефть-ап	2213,4	15 719	24 719	2 740,6	24%	2,8	2,6	2,2	2,3
<b>Металлы и добыча</b>									
Норильский никель	197,0	37 633	40 998	196,3	0%	12,8	11,2	8,2	7,4
РУСАЛ	0,6	9 701	20 889	0,7	12%	30,7	10,4	21,0	14,6
НЛМК	2,2	13 391	16 853	2,9	28%	15,1	11,6	8,4	6,9
Северсталь	12,8	10 761	14 495	14,7	15%	11,4	10,3	6,5	6,0
ММК	0,4	4 142	7 898	0,5	43%	78,1	13,3	5,9	4,9
Мечел	7,1	2 945	12 932	10,4	46%	8,6	8,6	8,1	7,5
Распадская	2,3	1 603	2 018	2,7	20%	1194,8	26,4	11,8	8,0
Evgaz Group	4,6	6 790	13 048	4,8	4%	45,2	20,4	6,3	5,8
ТМК	3,1	2 941	6 730	4,8	54%	7,5	5,1	6,0	5,0
Polymetal	17,6	6 735	7 742	21,2	21%	13,0	9,1	8,6	6,6
Polyus Gold int.	3,1	9 425	9 128	4,3	38%	11,6	9,5	6,8	5,7
Nord Gold	4,211	1 592	2 287	6,5	55%	11,1	5,9	3,2	4,3
<b>Банки</b>								P/Book`12	P/Book`13
Сбербанк	3,3	70 906		4,2	28%	6,3	6,0	1,3	1,1
ВТБ	0,0019	19 914		0,0021	12%	7,9	5,8	0,8	0,7
<b>Энергетика</b>									
ФСК ЕЭС	0,007	8 885	12 932	0,008	12%	10,3	9,2	4,8	4,2
РусГидро	0,026	8 236	11 874	0,033	28%	10,3	7,8	6,1	5,0
ИНТЕР РАО ЕЭС	0,001	8 633	8 409	0,001	38%	17,5	12,2	8,2	5,7
МРСК Холдинг	0,071	3 379	14 296	0,092	31%	5,0	4,2	3,9	3,6
<b>Телекоммуникации</b>									
МТС	8,1	16 882	23 514	10,4	29%	11,8	9,7	4,4	4,3
Ростелеком	4,0	11 773	18 289	4,7	17%	8,9	8,9	4,5	4,4
АФК Система	0,8	7 861	26 551	1,2	41%	9,1	6,3	3,2	2,8
<b>Потребительский сектор</b>									
Магнит	177,1	16 751	18 169	197,8	12%	24,4	19,9	13,0	10,5
М.Видео	8,3	1 491	1 326	12,0	44%	11,0	9,2	5,3	4,4
ДИКСИ Групп	14,6	1 818	2 617	16,1	10%	43,6	20,8	9,2	6,7
X5 Retail Group	17,0	4 617	8 420	22,2	31%	17,8	13,4	7,5	6,5
<b>Удобрения</b>									
Уралкалий	7,5	22 069	24 530	9,6	27%	13,4	10,9	9,8	8,3
Акрон	48,4	1 967	3 479	60,4	25%	5,5	6,3	5,7	6,1
ФосАгро	13,2	4 915	5 992	16,3	24%	7,3	6,9	5,1	5,1
<b>Недвижимость</b>									
ЛСР	21,6	2 227	3 321			11,8	7,3	7,7	5,8
ПИК	2,2	1 073	2 562	2,1	-5%	31,8	11,3	10,6	8,3
AFI Development	0,57	605	1 199	1,0	77%	7,2	18,8	16,6	12,9
Мостотрест	5,9	1 683	1 672	10,0	68%	11,0	9,1	4,7	4,0
<b>Транспорт</b>									
Аэрофлот	1,6	1 780	3 534	2,1	31%	7,9	5,8	5,3	4,3
Глобалтранс	14,9	2 663	4 196	22,6	52%	8,2	6,8	6,2	5,4
Трансконтейнер	14,5	2 015	2 015	14,1	-3%	11,9	11,5	6,2	5,7

#### ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и компания «Московские партнеры» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. Компания «Московские партнеры» не обязана обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако компания имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения компании «Московские партнеры». Компания «Московские партнеры» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки (прямые или косвенные), причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.