



ГАЗПРОМБАНК

Инвестиционная привлекательность российского рынка

Андрей Богданов

Вице-Президент,

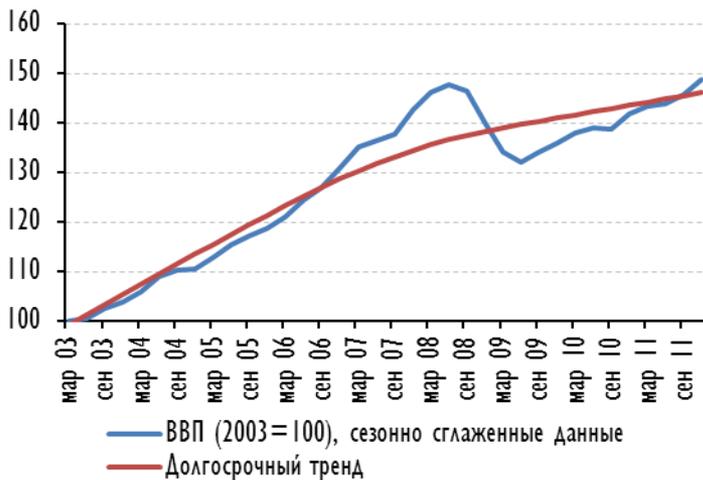
начальник Департамента

инвестиционного менеджмента



Российская экономика вкратце

ВВП России наконец превысил докризисный уровень...



Источник: Росстат, оценки Газпромбанка

Ключевые макроэкономические

	2008	2009	2010	2011	2012П
Номинальный ВВП млрд руб	41 277	38 807	45 173	54 536	59 641
Реальный ВВП %/г	5,2%	-7,8%	4,3%	4,3%	3,5%
Средняя цена Urals долл/барр.	95,1	61,3	78,2	109,4	104,5
Промышленное производство %/г	0,6%	-9,3%	8,2%	4,7%	3,5%
Капитальные вложения %/г	9,9%	-16,2%	6,0%	6,2%	6,5%
Розды на НИОКР, %/г	3,8%	1,2%	4,2%	0,8%	4,5%
Оборот розничной торговли, %/г	13,5%	-4,9%	6,3%	7,2%	5,0%
Уровень безработицы %	6,3%	8,4%	7,5%	6,6%	6,0%

Источник: Росстат, Bloomberg, оценки Газпромбанка

...но нужны новые катализаторы роста:

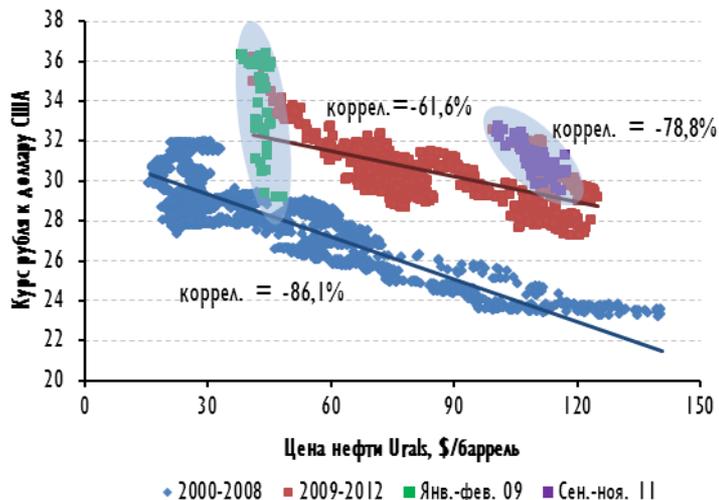
- Цены на нефть в 2011 значительно превысили прогнозы: среднегодовая цена барреля Urals составила 109,4 долл., в то время как цена, заложенная в пересмотренном бюджете на 2011 г., составляла 105 долл.
- При пересмотре вверх прогнозных цен на нефть (со 100 долл. до 115 долл. на 2012 г.) прогнозный темп прироста ВВП наоборот, был понижен (с 3,7% до 3,4%).
- Чувствительность ключевых макроэкономических параметров к ценам на нефть, по-видимому, выше в периоды падения цен:
 - нефтегазовый сектор дает 70% экспортной выручки и около 40% доходной части бюджета.
- Фактические темпы роста уже достигли долгосрочного (потенциального) уровня - экономика работает на полную мощность:
- краткосрочный рост** можно стимулировать за счет денежно-кредитной или бюджетной политики, НО...
- в долгосрочной перспективе ускорению роста** должно сопутствовать увеличение производительных мощностей, поэтому необходимо наращивание инвестиций.
- Низкая конкурентоспособность и ограниченное импортозамещение (в особенности в случае капитальных товаров) российского производственного сектора по-прежнему представляют из себя проблему.

По итогам 2012 г. мы ожидаем роста ВВП на 3,5%.



Курс рубля: функция цен на нефть и аппетита к риску

Курс рубля и цены на нефть



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

Ключевые монетарные показатели

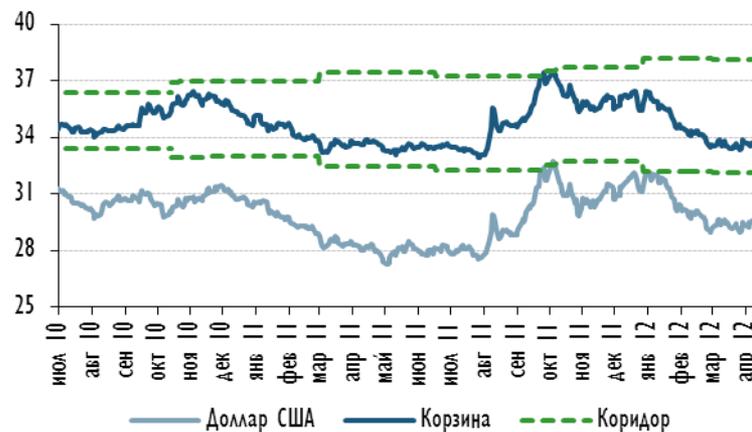
	2008	2009	2010	2011	2012П
ИЦ %пг	13,3%	8,8%	8,8%	6,1%	6,0%
Базовый ИЦ %пг	13,6%	8,3%	6,6%	6,6%	5,0%
ИЦ %пг	-7,0%	13,9%	16,7%	12,0%	8,7%
Курс рубля к доллару (средний)	24,8	31,7	30,4	29,4	31,2
Курс рубля к евро (средний)	36,4	44,1	40,3	40,9	40,3
Курс рубля к доллару (конец пер.)	29,4	30,2	30,5	32,2	31,2
Курс рубля к корзине (средний)	30,1	37,3	34,8	34,6	35,3
Тотальный бязис млрд долл	179,7	111,6	152,0	198,2	124,3

Источник: Минфин, ЦБ, оценки Газпромбанка

Корреляция изменилась, но по-прежнему сильна...

- Корреляция между обменным курсом рубля и динамикой цен на нефть после кризиса осталась высокой:
 - до 2009 г.: -86%,
 - после 2009 г.: -62%.
- Чувствительность к колебаниям цен на нефть практически не изменилась.
- Однако каждому уровню курса рубля к доллару соответствует более высокая цена на нефть, чем до кризиса => степень влияния на обменный курс других факторов (склонность к риску и бюджетный дефицит) усилилась.

Динамика курса рубля



Источник: Bloomberg, ЦБ



Обменный курс и инфляция: конфликт сократился, но по-прежнему присутствует

Основные риски для рубля:

- Рост российских зарубежных активов опережает рост внешних обязательств:
 - 2011 г.: рост активов > рост обязательств (на 76,1 млрд долл.) => отток капитала почти 80 млрд долл.,
 - 1K12: отток капитала 31,7 млрд долл., прогноз на весь 2012 г. – 10-25 млрд долл. (МЭР).
- Риск ухудшения внешнеторгового баланса. Возможные причины:
 - падение цен на нефть,
 - рост импорта в случае восстановления инвестиций и потребления.
- Низкий аппетит к риску в мире
- Неопределенность реакции ЦБ на ослабление рубля => рубль подвержен спекулятивному давлению.

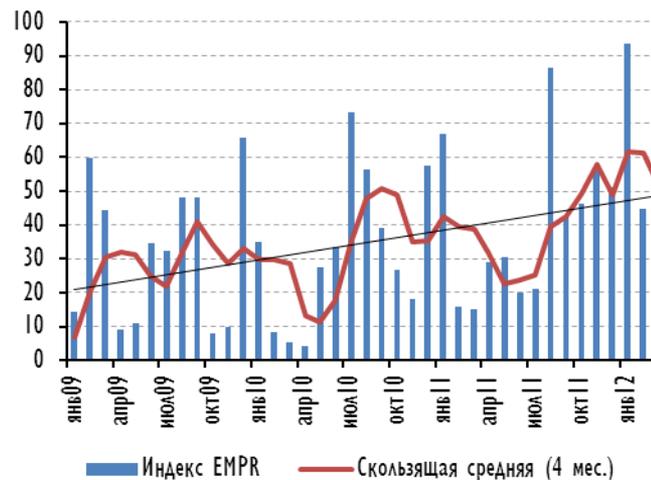
Инфляционные риски снижены:

- Сезонные факторы / сдвиг индексации тарифов способствовали замедлению инфляции:
 - ИПЦ за 2011 г. на уровне 6,1% г/г,
 - ИПЦ по итогам марта 2012 г. – на многолетних минимумах (3,7% г/г).

...однако грядут:

- индексация тарифов естественных монополий (с 1 июля 2012 г.),
- возможное ускорение государственных расходов после выборов.

Индекс свободы курса рубля EMPR



Источник: Bloomberg, ЦБ, оценки Газпромбанка

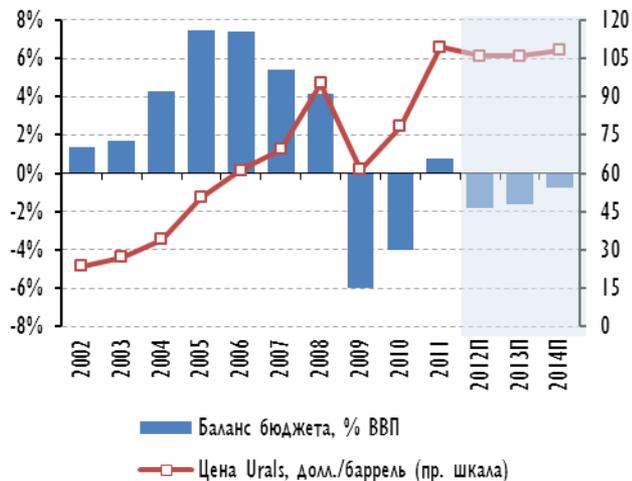
Валютная политика ЦБ:

- ЦБ активно проводит интервенции на валютном рынке: индекс «свободы» бивалютной корзины к марту 2012 г. упал до уровня 20 пунктов (шкала от 0 до 100, где 100 п. – полностью свободное плавание),
- август 2011 г. + январь 2012 г.: временно больше «свободы»
- Хотя ЦБ, возможно, больше настроен против ослабления рубля, нежели против укрепления, у него мало стимулов для ослабления контроля обменного курса (за период 1-10 апреля куплено около 1 млрд долл. валюты)



Федеральный бюджет: фактор риска

Ключевые бюджетные параметры



Источник: Минфин, оценки Газпромбанка

Ключевые фискальные проблемы:

- Профицит федер. бюджета в 2011 г. составил 0,4 трлн руб. благодаря более высоким, чем ожидалось, ценам на нефть; по итогам 1К12 г. – дефицит 120 млрд руб.
- Цена нефти, при которой госбюджет сбалансирован, резко выросла и стабилизировалась на уровне выше 115 долл./барр.
- Без учета нефтяных поступлений бюджет в 2011-2014 гг. будет дефицитным, и размер дефицита должен превысить 10% ВВП;
- Рост расходов выше ожиданий до президентских выборов 2012 г. и после них: социальные расходы составляют около 30% общих расходов);

Следовательно: мы ожидаем роста госдолга.

Цена нефти Urals в бюджете (долл./барр.)



Источник: Минфин, Газпромбанк

Гарантии от внешних шоков нет:

- **До 2009 г.:**
 - Постоянный профицит бюджета способствовал накоплению Резервного фонда.
- **После 2009 г.:**
 - большая часть Резервного фонда была использована (баланс фонда сократился с 142,6 млрд долл. в августе 2008 г. до 62,4 млрд долл. в феврале 2012 г.)
- Госдолг низкий в сравнении с крупными развитыми и развивающимися странами (9,8% ВВП на конец 2011 г.), но должен вырасти в ближайшие годы.

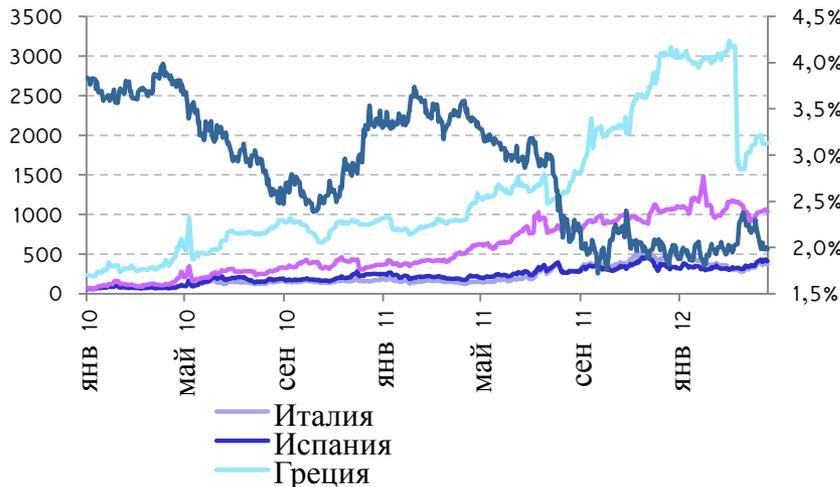


Внешние риски

США:

- **Операция Твист:** завершается в июне. Эффективность неочевидна. Что дальше?
- **QE-III под вопросом,** несмотря на явные признаки замедления экономики.
- **Политическая неопределенность и выборы:** республиканцы и демократы не могут прийти к консенсусу в вопросах сокращения бюджетного дефицита: снижение расходов ожидается уже в 2013 г., а ряд налоговых льгот истекают в 2012 г.

Доходность UST10 и европейские суверенные спреды к Bunds

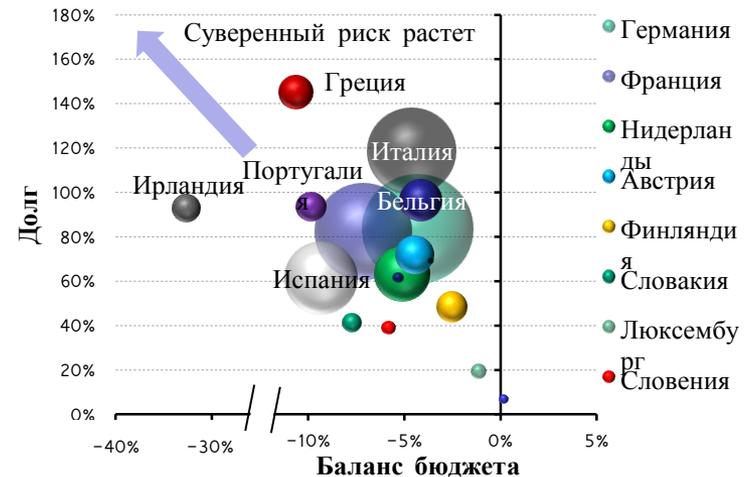


Источник: Bloomberg

Еврозона:

- **ЕЦБ:** сделал все что мог предоставив 1 трлн евро на 3 года?
- **Политические риски:** политические элиты не готовы действовать решительно, неопределенность перспектив еврозоны, сомнительная эффективность мер экономии и угроза распространения кризиса;
- **Банковский сектор:** большие объемы суверенного долга на балансах, большие потребности в рефинансировании, сокращение кредитования из-за необходимости повысить уровень достаточности капитала;

Еврозона: суверенный риск



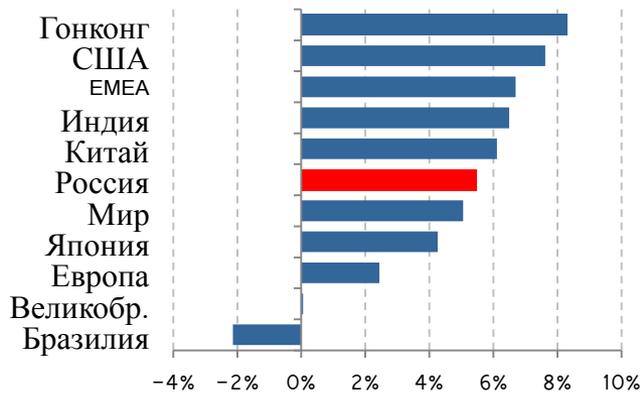
Источник:

Bloomberg



Российский рынок: хороший старт в начале 2012 года

Динамика рынков с начала года

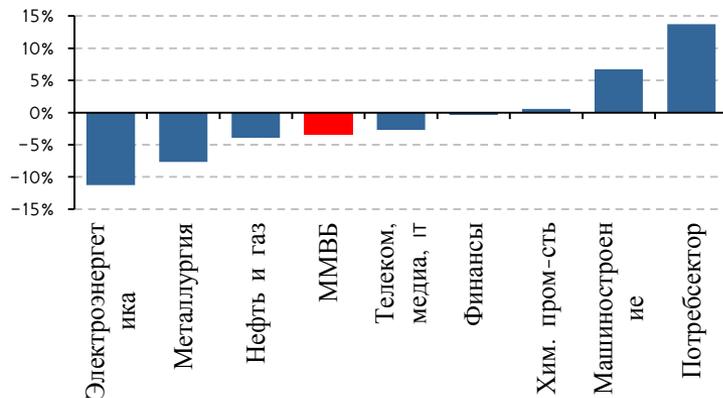


Опережающая динамика с начала года благодаря укреплению рубля:

- Капитализация российских акций с начала года выросла на 5,5% в долларовом выражении благодаря 6%ному укреплению рубля, а среднемировая капитализация – на 5,1%;
- Динамика остальных стран БРИК с начала года составила от -2,1% до +6,5%.
- В рублевом выражении лучше рынка с начала года торгуются потребительский сектор (+13,7%) и машиностроение (+6,7%). Хуже рынка выглядят «сырьевики»: нефтегазовый (-3,9%) и металлургический сектора (-7,7%). Электроэнергетика – абсолютный аутсайдер с начала года (-11,3%).

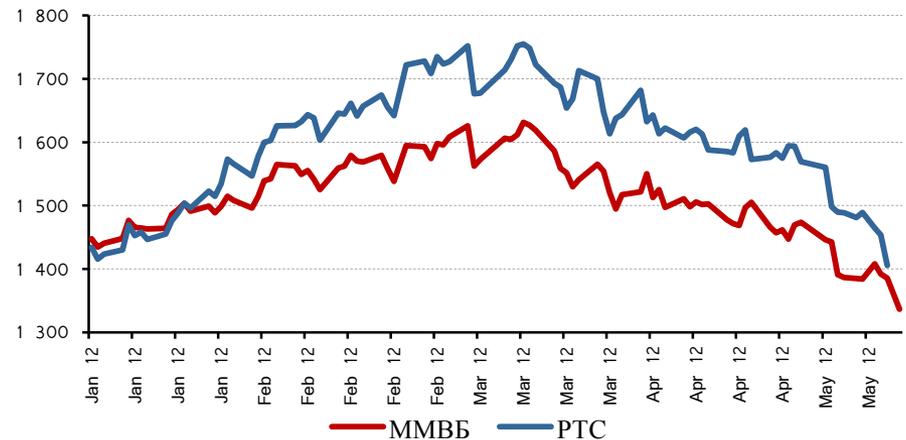
Источник: Bloomberg

Относительная динамика по секторам (ММВБ)



Источник: Bloomberg

Относительная динамика индексов ММВБ и РТС

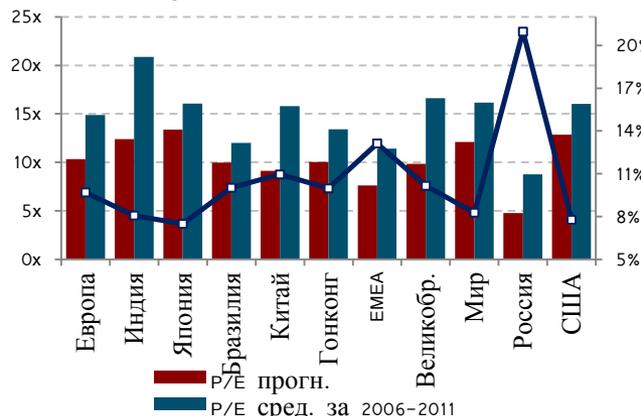


Источник: Bloomberg



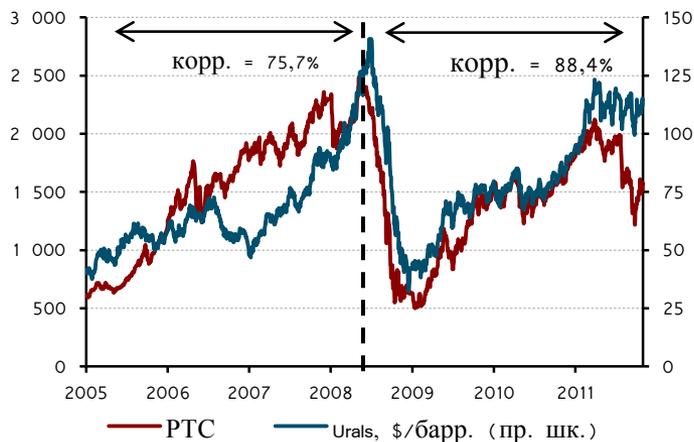
Россия: перспективы хороши, но нужна осторожность

Россия: низкие оценки, высокий потенциал



Источник: Bloomberg, Оценки Газпромбанка

Россия: зависимость от цен на нефть сохраняется



Источник: Bloomberg, Оценки Газпромбанка

Внешние риски могут задержать рост...

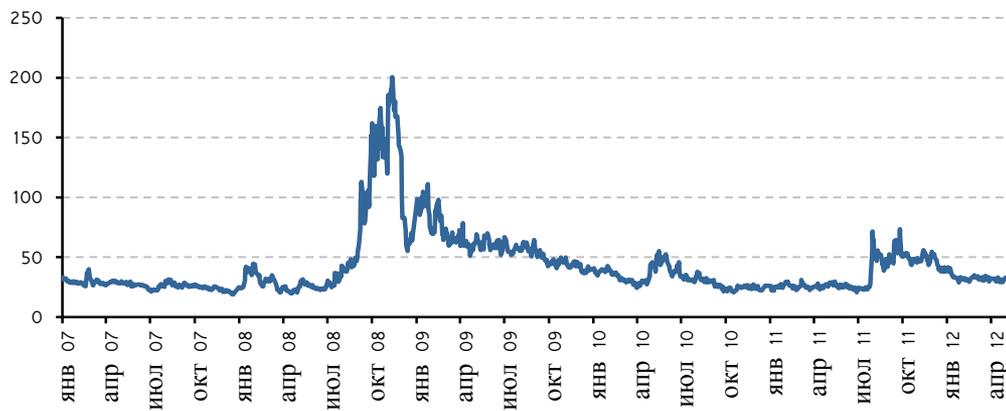
Российский рынок остается недооцененным;...

- Россия по-прежнему один из наиболее низко оцененных рынков: прогноз P/E на 2012 г. – 4,8x;
 - Дисконт к аналогам 50–100% подразумевает потенциальную доходность 21%;
 - Рынок торгуется с 45%-ным дисконтом по P/E 2012П к среднему P/E за 2006–2011 гг.

Нестабильный внешний фон и высокая «бета» российского рынка создают риски резких колебаний...

- Значительная корреляция с ценами на сырье => подверженность рискам;
- Высокая доля нерезидентов (за период с 2008 по 2011 год доля нерезидентов в объеме торгов на ММВБ выросла с 34% до 42%) и низкая ликвидность => высокая волатильность.

Индекс вмененной волатильности RTS



Источник: Bloomberg



Российский рынок: рекомендации на 2012 г.

- Нефтегазовый сектор.** Мы придерживаемся оптимистического прогноза цен на нефть (106 долл./барр. для Brent). Российские нефтегазовые компании отставали от темпа роста цен на нефть в 2011 г. Новая схема налогообложения в 2012 году повысит экспортные нетбэки на 10%, и это положительно скажется на котировках акций. Расходы нефтяников деноминированы в рублях, и это дополнительная защита от падения цен на нефть.
- Лучшие акции.** В нефтегазовом секторе нам нравятся привилегированные акции с высокими дивидендами, такие как *Транснефть*, *Сургутнефтегаз* и *С.А.Т.оил*. В банковском секторе мы рекомендуем *ВТБ* и *Номос Банк*. В секторе металлургии и горнодобычи мы рекомендуем *Распадскую* и *Евраз*. В электроэнергетике наш выбор - *Е.ON Россия*. Среди телекоммуникационных, медийных и ИТ-компаний выделяем *СТС Медиа* и *АФК «Система»*. В транспортном секторе отметим *ТрансКонтейнер*. Наконец, *Акрон* – лучшая акция в секторе производства удобрений.
- Ликвидные акции.** В случае стабилизации ситуации на мировом рынке и роста аппетита к риску, ликвидные недооцененные акции должны пользоваться наибольшим спросом. С этой точки зрения мы рекомендуем *Сбербанк*, *Газпром*, *НОВАТЭК* и *Уралкалий*.

Название	Тикер Bloomberg	Валюта	Тек. цена	12-мес. целевая цена	Потенциал роста
Нефть и газ					
Транснефть прив.	TRNFP RX	RUB	50,249	70,207	40%
Сургутнефтегаз	SNGSP RX	RUB	27.8	38.0	37%
С.А.Т. Oil	O2C GR	USD	5.7	8.4	47%
Прив. акции нефт. комп.	TATNP RX, SNGSP RX, BANEP RX	RUB			14–52%
Металлургия и горнодобыча					
Распадская об.	RASP RX	RUB	82.8	147	78%
Евраз	EVR LN	GBP	337.4	505.0	50%
Банки					
ВТБ	VTBR RX	RUB	0.058	0.104	79%
Номос Банк GDR	NMOS LI	USD	12.5	18.4	47%
Транспорт					
ТрансКонтейнер GDR	TRCN LI	USD	10.2	12.5	23%
Удобрения					
Акрон об.	AKRN RX	RUB	1,191	1,830.0	54%
Электроэнергетика					
Е.ON Россия об.	EONR RX	RUB	2.4	3.2	33%
Телекомы					
СТС Медиа	CTCM US	USD	10.3	23.7	130%
АФК Система	SSA LI	USD	17.4	35.8	105%

Source: Bloomberg, Gazprombank estimates