



# Ренессанс

## Управление Инвестициями

**Прогноз на 12 месяцев**  
**Подготовка к предвыборному ралли**

1 июля 2007

- Российский рынок остается одним из самых привлекательных в отношении риск/доходность.
- Снижение котировок в начале 2007 года связано с краткосрочными факторами (избыток IPO, разочарование в нефтяном секторе, политические страхи) и создает хорошую возможность для входа в рынок.
- Россия стоит на пороге инвестиционного бума, толчком для которого могут стать президентские выборы. Инфраструктурные проекты и диверсификация экономики будут главными факторами роста рынка в течение 2-3 лет.
- Осторожное отношение к России из-за политических рисков будет доминировать в ближайшие месяцы, но к концу года мы ожидаем роста котировок в связи с пересмотром взгляда на нефтяной сектор и началом реализации «предвыборного ралли».
- Вложения в облигации позволят превысить доходность по депозитам ведущих банков при сопоставимых рисках, но более высокой ликвидности.

## Прогноз доходности основных стратегий на 12 месяцев

Ренессанс  
Управление Инвестициями

Стратегия	Базовый сценарий	Оптимистический сценарий	Пессимистический сценарий
Портфель ликвидных акций*	<b>23%</b>	38%	-6%
Портфель облигаций**	<b>9-10%</b>	10-11%	6-8%
Активный сбалансированный портфель* (50% акции, 50% облигации)	<b>18%</b>	27%	-1%
Консервативный сбалансированный* портфель (20% акции, 80% облигации)	<b>15%</b>	21%	3%
Портфель «фиксированная доходность»**	<b>9%</b>		
Портфель акций малой капитализации	<b>30%</b>	45%	-10%

\* Доходность в долларовом выражении, % годовых

\*\* Доходность в рублевом выражении, % годовых

Источник: RIM

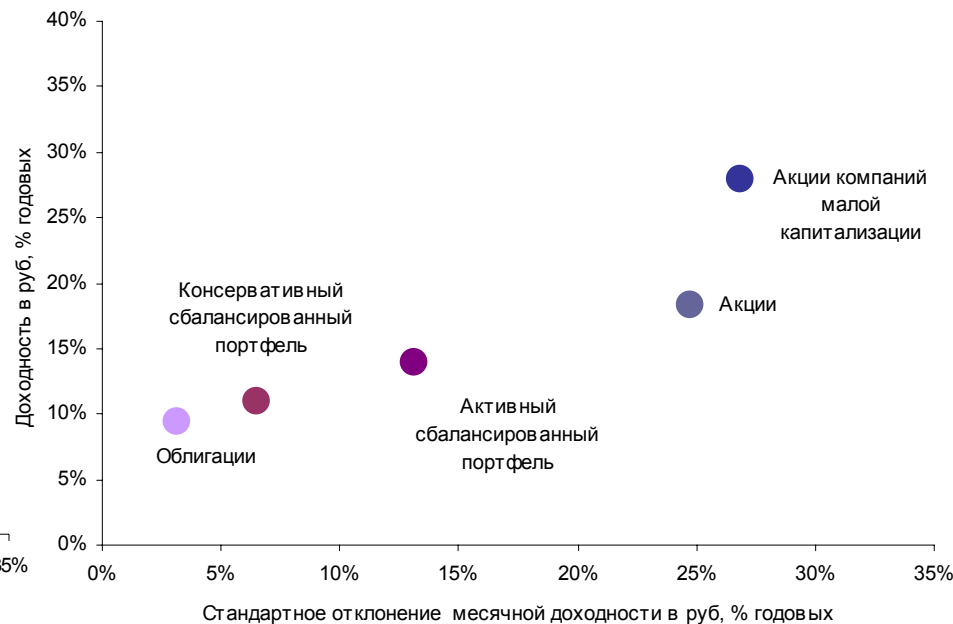
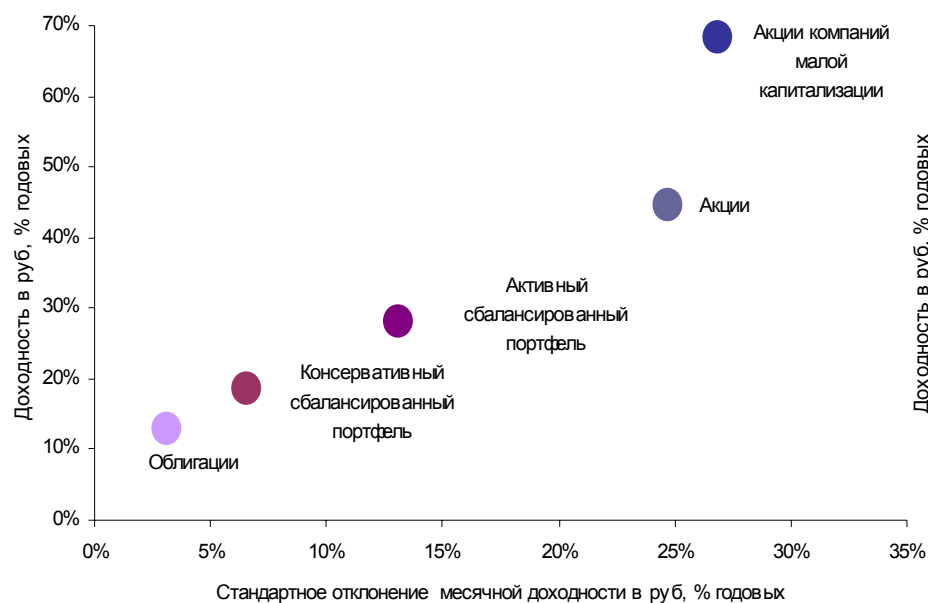
# Стратегии в терминах доходность / риск

Последние три года доходность многократно превосходила риски

В будущем доходность снизится при неизменных рисках

Средняя доходность и риск за последние 3 года

Ожидаемая доходность и риск на 12 мес.



## Ключевые факторы, движущие рынком

Фактор	Прогноз на 12 месяцев	Комментарий
Риски	Нейтральный	<ul style="list-style-type: none"><li>Динамика развитых рынков предполагает позитивный сценарий развития глобальной экономики, инфляционное давление снижается хотя и остается на повышенном уровне.</li><li>Инвесторы будут осторожны в преддверии выборов в России</li><li>Интерес к рискованным активам (развивающиеся рынки, сырье, акции) остается высоким.</li></ul>
Ликвидность	Нейтральный	<ul style="list-style-type: none"><li>Перспектива снижения процентных ставок в США отодвигается на середину 2008 года.</li><li>Ликвидность в США и странах Европы перемещается в сектора частного капитала и прямых инвестиций.</li><li>Приток денег на развивающиеся рынки останется низким в связи с продолжающимися проблемами на рынке недвижимости и долговых бумаг в США, но в целом глобальная ликвидность остается высокой</li><li>Внутренняя ликвидность в России продолжает оставаться высокой, предложение на рынке IPO более сбалансировано по времени.</li></ul>
Потенциал роста прибыли компаний и их сравнительная оценка	Позитивный	<ul style="list-style-type: none"><li>Рост прибыли в секторах ориентированных на внутреннее потребление составляет 20-30% и продолжает превышать прогнозы аналитиков.</li><li>Прибыль нефтяных компаний начнет расти во второй половине 2007 года.</li><li>По основным коэффициентам российские компании торгуются с дисконтом к развивающимся рынкам, в особенности компании сырьевых секторов.</li></ul>

## Основные предположения

Фактор	Наши предположения
Мировая экономика	Рост экономики стран Европы может замедлиться в результате многократного повышения процентных ставок со стороны ЕЦБ и Банка Англии. Вероятно, возобновление роста экономики США в начале 2008 года до 3%, понижение процентных ставок США не ранее первой половины 2008. Административные меры приведут к коррекции рынка акций Китая, но это не замедлит рост экономики. Главный риск – ускорение инфляции.
Российская экономика	Рост ВВП России ускорится до уровня 7% за счет роста внутренних инвестиций, инфляция сократится до уровня 8-9%. Выборы не приведут к новому переделу собственности, что будет воспринято как позитивный знак и приведет к приходу в Россию более консервативных иностранных инвесторов.
Фондовые рынки	Рынок США выглядит позитивно на фоне восстановления роста экономики. Азиатские рынки (исключая Китай) и Латинская Америка продолжают рост.
Сырьевые рынки	Цены на нефть останутся на высоких уровнях как ввиду объективных (рост мировой экономики против стагнирующего уровня добычи), так и субъективных (сезон ураганов в США, нестабильность в Венесуэле, Нигерии и на Ближнем Востоке) факторов. Цены на цветные металлы останутся в диапазоне после роста в 2007 году. Цены на сталь будут стабильны до конца года, но будут снижаться в 2008 году на фоне роста предложения со стороны Китая.
Мировые валюты	Укрепление экономики США позволит доллару несколько восстановить позиции но в дальнейшем он останется в коридоре 1.33-1.36
Рубль	Рубль продолжит укрепляться меньшими темпами. Прогноз на конец года \$1 = 25 руб.

## Почему мы верим в долгосрочный тренд роста

- Экономики развивающихся стран продолжают расти во многом за счет внутреннего спроса, низкий уровень долга делает их нечувствительными к росту процентных ставок. Ликвидность в частном секторе перетекает на развивающиеся рынки.
- Глобальная экономика стабильна, инфляционные риски снижаются, процентные риски на приемлемом уровне.
- Высокие цены на сырье обусловлены фундаментальными факторами и риск значительной коррекции незначителен.
- Доля горячих денег на рынке невысока, фонды покинувшие Россию и развивающиеся рынки в период коррекции пока не возвращались.
- Компании на развивающихся рынках, в Европе, Японии продолжают показывать результаты, превышающие прогнозы аналитиков.
- Рост российской экономики ускоряется благодаря росту капитальных инвестиций.

## Прогноз на 12 месяцев : акции

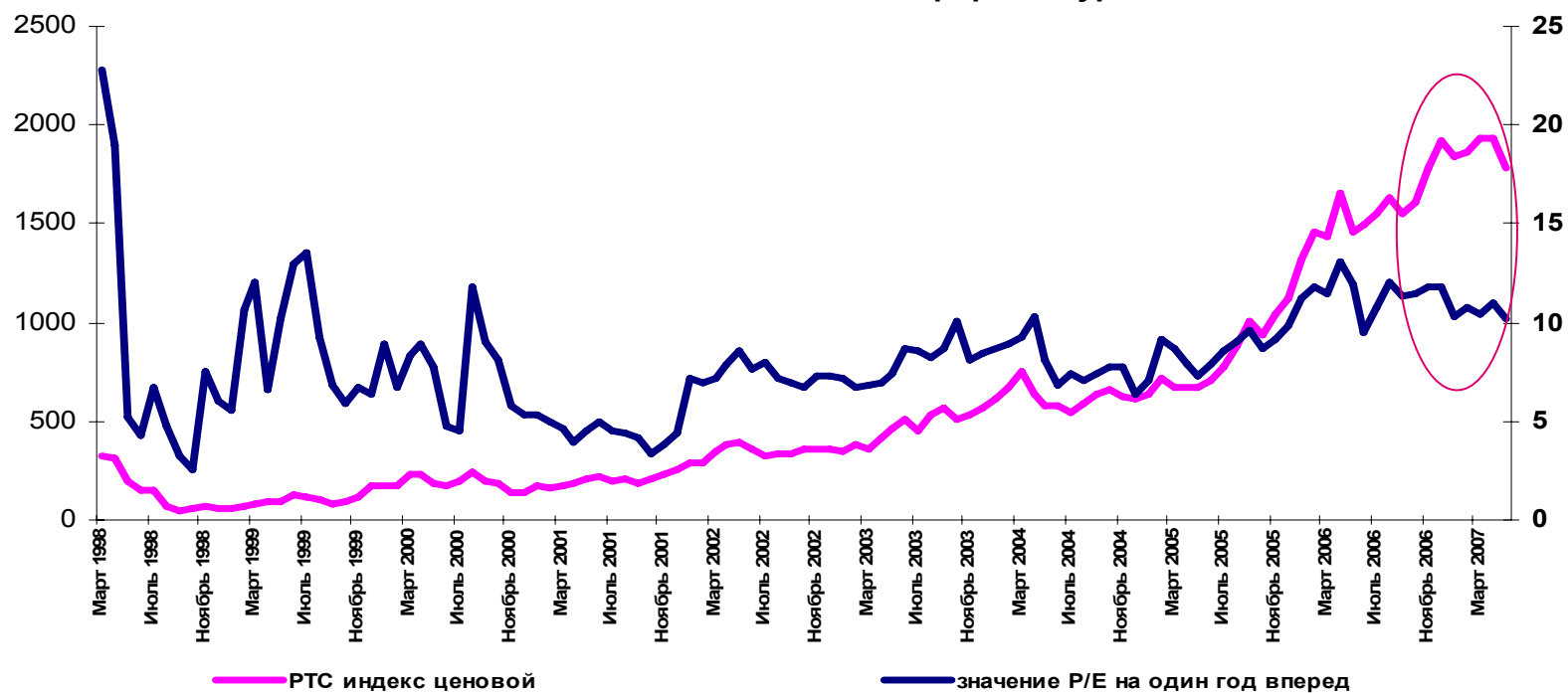
Сценарий	Основные предположения	Ожидаемый рост Индекс РТС
Базовый	<p>Возможные кандидаты на пост президента понятны для рынка и не вызывают опасений. Крупные западные фонды не инвестируют до итогов президентских выборов.</p> <p>Окончание цикла повышения ставок в США при росте экономики около 2.5%. Сохранение роста на глобальном уровне, доллар медленно снижается к мировым валютам. Осторожное отношение инвесторов к развивающимся рынкам</p> <p>Цены на сырье волатильны, но остаются в пределах текущих прогнозов. Нефть в диапазоне \$60-65 за баррель. Долгосрочные прогнозы цены нефти около \$50</p>	<b>+19%</b>
Пессимистичный	<p>Неопределенность по поводу кандидатуры следующего президента. Рост рисков передела собственности после выборов. Инвестиционная активность в стране останавливается до выборов. Отток средств западных фондов усиливается.</p> <p>Ускорение инфляции в США, негативные прогнозы по росту мировой экономики. Резкая коррекция рынка Китая, риск замедления экономики. Отток ликвидности и сокращение аппетита к риску.</p> <p>Падение цен на нефть до уровня \$50 за баррель и на базовые металлы.</p>	<b>-6%</b>
Оптимистичный	<p>Ясность с преемником Путина и его программой. Приток крупных западных фондов начинается до итогов выборов президента. Предвыборный рост рынка.</p> <p>Темпы роста экономики США и Европы выше ожиданий, снижение риска инфляции, ФРС переходит к стимулирующей процентной политике.</p> <p>Корпоративные результаты компаний выше ожиданий рынка.</p> <p>Пересмотр <u>долгосрочных прогнозов</u> цен на нефть до \$60</p>	<b>+38%</b>



## РЫНОК ВНОВЬ СТАНОВИТСЯ НЕДООЦЕНЕННЫМ

- В отличие от 1997-1998гг., рост рынка акций был сопоставим с ростом прибыли компаний
- Падение рынка в первой половине 2007 года еще более усилило фундаментальную привлекательность
- Основной показатель P/E (цена акции/ожидаемая прибыль компании) остается на комфортном уровне
- Россия уже не дешевый рынок, но рост акций будет сопоставим с ростом прибыли компаний

Показатель P/E находится на комфортном уровне



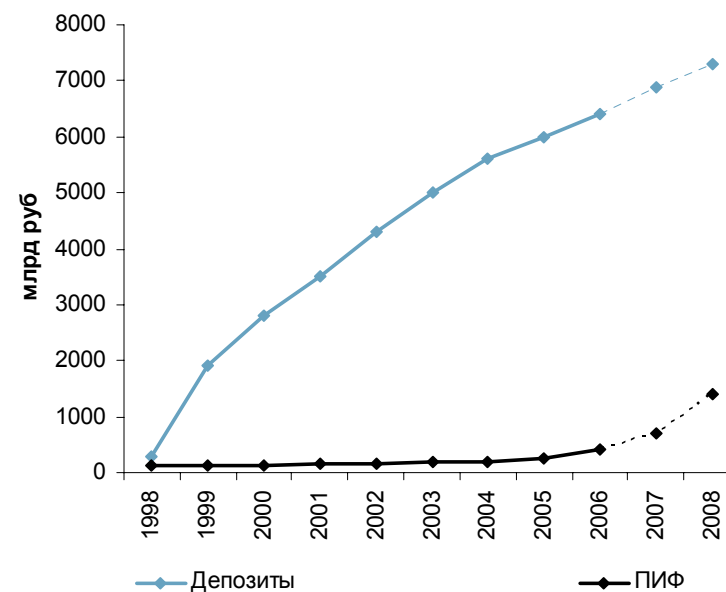
## Значительный отложенный спрос на Россию ждет сигнала

- Избыток IPO, разочарование в нефтяном секторе, политические риски - причины негативной корреляции рынка акций с другими рынками в 2007 году
- Доля российских акций у глобальных фондов упала до уровня 1998 года из-за продаж нефтяных бумаг. Это создает значительный отложенный спрос
- Снижение политических рисков может привести к резкому росту спроса на российские активы
- Глобальные инвестиционные банки начали повышать рекомендации на российский фондовый рынок

### Фонды недоинвестированы в российский рынок как во времена кризиса 1998 года !!!



### Рост рынка ПИФов – долгосрочная поддержка для рынка



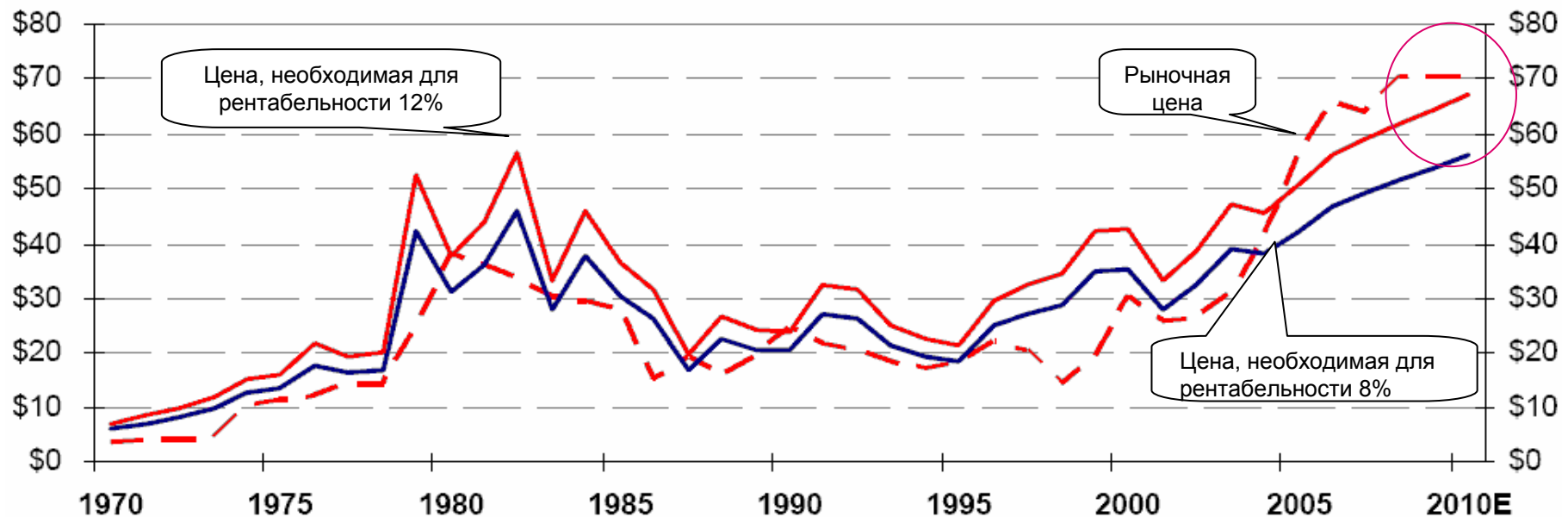
## Нефть и газ: ставка на пересмотр прогнозов и консолидацию

Факторы	Комментарии
Пересмотр долгосрочных прогнозов цен на нефть с \$45 до \$55-60/баррель – дополнительный потенциал роста акций на 12-25%	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Консенсус-прогноз долгосрочных цен – \$45/барр., <b>на 35%</b> ниже текущего рынка.</li><li>➤ Новые капзатраты в отрасль рентабельны только при цене выше <b>\$35-40/барр.</b> Растет уровень капзатрат на новых месторождениях.</li><li>➤ Рост инвестиций покрывает только сохранение добычи. Оптимизм по поводу биотоплива неоправдан, но сдерживает рост инвестиций в разведку и добычу нефти.</li><li>➤ С учетом падения доллара цены на нефть <u>снижались</u> в 2006 году, ОПЕК ориентируется на цены в реальном выражении и уровень в \$75/барр. выглядит приемлемым</li><li>➤ Долгосрочный рост спроса на бензин в США (2-3% в год) оказывает фундаментальную поддержку высоким ценам на бензин и нефть</li></ul>
Рост внутренних цен на газ еще не полностью учтен в ценах нефтяных компаний	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Утвержден рост тарифов на газ до \$125/тыс.куб.м. (<b>в 2.5 раза</b>) за 5 лет</li><li>➤ Выигрывают не только Газпром и НОВАТЭК, но и ЛУКОЙЛ, Роснефть и Сургутнефтегаз, которые имеют значительные запасы газа, пока не учтенные в цене акций</li></ul>
Консолидация отрасли вокруг Роснефти и Газпрома	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Кандидаты на поглощение: ТНК-ВР, башкирские НПЗ, <u>Сургутнефтегаз</u></li></ul>
Рост прибыли компаний во второй половине года	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Реакция рынка на снижение прибыли компаний в 4 кв. 06 была чрезмерной</li><li>➤ Хорошие результаты за 2 кв. 2007 могут быть толчком к возврату позитивного взгляда на сектор</li></ul>
Переоценка нефтесервисных компаний	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ От роста инвестиций выигрывают поставщики нефтегазовой отрасли – трубные и нефтесервисные компании</li></ul>

## Высокие цены на нефть – это надолго

- Добыча нефти со «старых» (давно открытых) месторождений не успевает за ростом спроса Китая и Индии
- ОПЕК не желает наращивать добычу и инвестиции в будущую добычу при ценах ниже \$60 за баррель; бюджеты многих стран ОПЕК дефицитны уже при \$50/барр.
- Ввиду глобальной инфляции в секторе нефтесервисных услуг, новые месторождения дороже в разработке, часто – намного (шельф, «нестабильные» страны, Вост. Сибирь)
- Альтернативные виды топлива пока рентабельны в основном только благодаря государственным субсидиям
- С учетом стоимости воспроизводства запасов и разработки новых месторождений, для сохранения рентабельности капитала нефтяных компаний цены на нефть должны оставаться на уровне свыше \$50-55/барр.

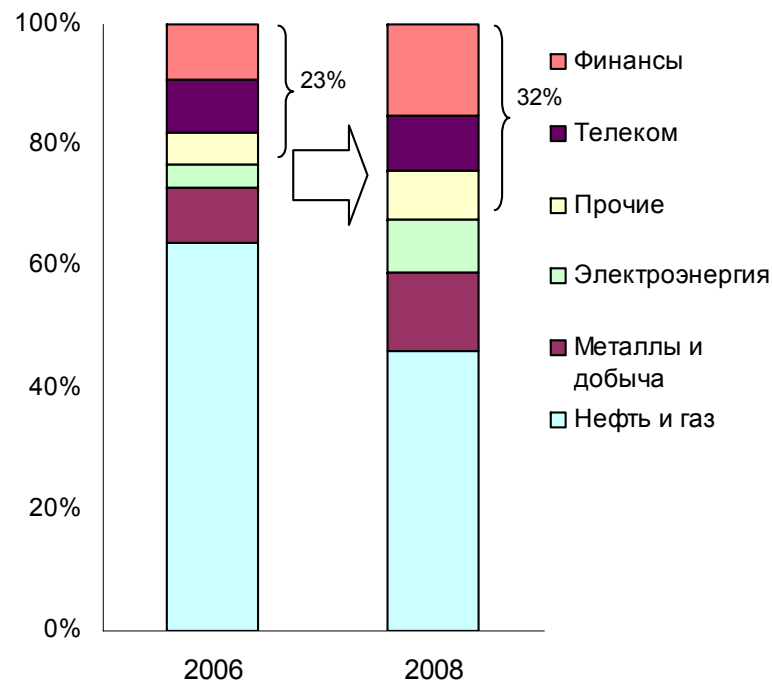
### Экономически обоснованная долгосрочная цена нефти \$55-\$65 /барр.



Источник: Morgan Stanley

## Рынок IPO создает новые возможности

Текущая и ожидаемая структура фондового рынка



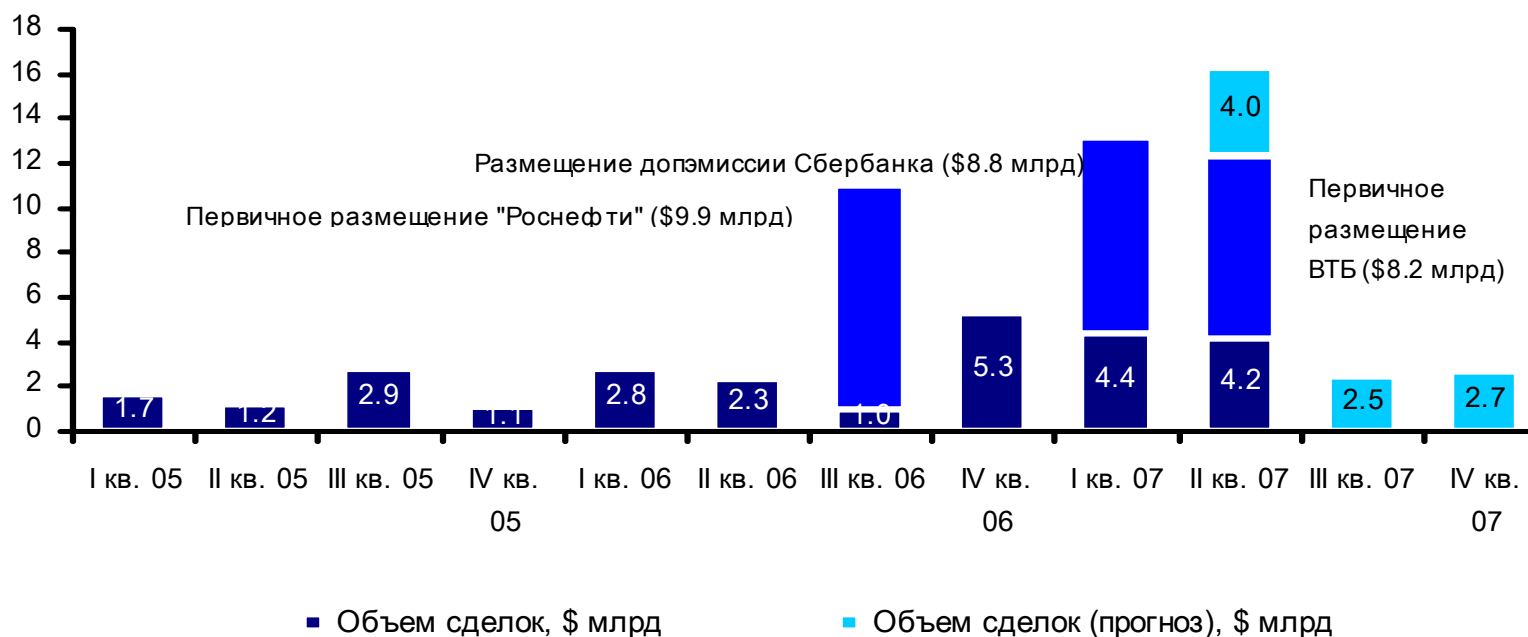
Участие в IPO требует тщательного анализа (первичные размещения с начала года)

Компания	Объем размещения, млн долл.	Участие Ренессанс Управление Инвестициями	Превышение ростом котировок роста индекса РТС за первые 3 месяца
Сбербанк	8,850	осторожно	19.8%
ВТБ	7,989	агрессивно	9.3%
ОГК-3	3,100	нет	0.7%
Полиметалл	2,440	нет	-7.5%
ПИК	1,850	осторожно	3.7%
AFI Development	1,400	осторожно	-18.6%
ММК	998	агрессивно	12.9%
Фармстандарт	880	осторожно	16.9%
Интегра	668	агрессивно	15.9%
ТГК-5	453	нет	-4.4%
Урса Банк	408	осторожно	5.2%
Ситроникс	402	нет	-14.3%
Дикси	360	нет	-4.7%
Возрождение	177	агрессивно	9.7%
Волга газ	125	осторожно	-4.8%
Росинтер	100	осторожно	9.0%
РТМ	80	нет	8.6%

- Рост IPO продолжится, что уменьшит зависимость рынка от сырьевых цен
- Участие в IPO требует тщательного анализа, меньше половины размещений были успешными в 2007
- RIM активно участвовал менее чем в 30% от всех размещений, подавляющее большинство сделок принесло прибыль благодаря всестороннему фундаментальному анализу.
- Предложение акций во второй половине 2007 года будет более сбалансированным, что позитивно скажется на ликвидности рынка

## Избыток IPO вреден для рынка

### Динамика первичных размещений



- Падение рынка акций в апреле-мае 2007 года совпало с пиком первичных размещений.
- При отсутствии притока новых средств на рынок, инвесторы продавали ликвидные бумаги для участия в новых размещениях IPO.
- Пик активности первичных размещений в 2007 году пройден, что позволяет надеяться на восстановление ликвидности.

## Структура портфеля акций – ставка на рост инвестиций

### Основные инвестиционные идеи на 2007/2008

#### • Банки

- Высокие темпы роста активов и прибыли
- Рост рентабельности за счет развития рынка ипотечного и потребительского кредитования
- Ускорение консолидации сектора
- Выход новых банков на IPO

#### • Энергетика

- Появление адекватной оценки отрасли после IPO генерирующих и распределительных компаний

#### • Нефть и газ

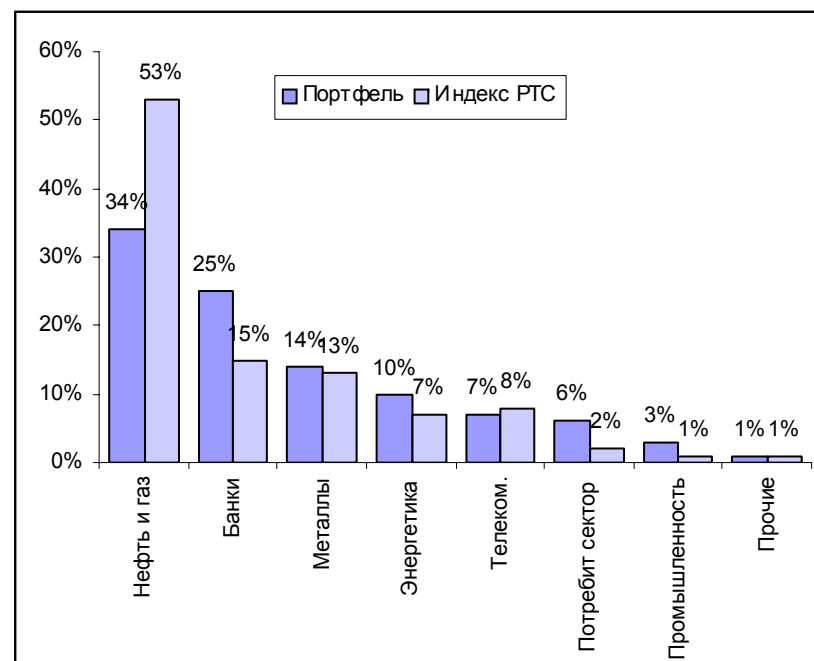
- Позитивный перелом в настрое инвесторов после сильных результатов 2-го кв. 2007 г.
- Недооцененность

#### • Металлы

- Стабильно высокие цены на металлы
- Консолидация сектора, начало глобальной экспансии российских компаний

#### • Новые секторы (машиностроение, химия, трубная отрасль, транспорт, строительство)

- Новые инвестиционные проекты
- Рост прозрачности
- Начало консолидации во многих секторах
- Выход компаний на рынок капитала



## Риски и меры защиты от негативных сценариев развития рынка

Риски	Смягчающие факторы	Меры по смягчению негативного эффекта
Существенное замедление экономического роста в США	Существенный риск. Вероятность снижения темпов роста на 1% за 2007 год уже заложена в рыночные ожидания. Возможно начало цикла понижения учетной ставки ФРС США	Концентрация на растущих секторах российского рынка ориентированных на внутренний спрос
Усиление инфляции в США – риск роста процентных ставок	Инфляция показывает тенденцию к снижению. У ФРС появилась гибкость и возможность влияния на рынок без изменения ставок	Поддержание высокой доли ликвидных активов, сокращение позиций в случае оттока средств из развивающихся рынков на страхах повышения ставки
Падение цен на энергоносители	Существенный рост запасов нефти в США будет компенсироваться потребностями развивающихся рынков (Индии и Китая). ОПЕК в состоянии предотвратить существенное падение цен. Рост мировой экономики заставляет пересматривать долгосрочные цены в сторону повышения	Увеличение доли активов ориентированных в сектора экономики не связанные с сырьевыми рынками.
Падение цен на сталь и цветные металлы	Ограниченное предложение цветных металлов на мировом рынке окажет поддержку ценам. Существующий разрыв между текущими ценами и ценами заложенными в оценку компаний будет препятствовать падению акций сектора	Инвестиции в акции фундаментально недооцененных лидеров сектора.
«Сдувание пузыря» на рынке акций Китая, страхи по поводу резкого замедления в экономике	Перегрев акций Китая связан с изоляцией и структурными проблемами рынка и слабо влияет на экономику. Рост экономики носит долгосрочный характер, правительство демонстрирует способность управления темпами роста	Мониторинг ситуации в Китае и общего уровня риска оттока средств из развивающихся рынков. Высокая доля ликвидных активов позволяет оперативно сокращать позиции.
Рост ожиданий новой волны передела собственности после выборов	Правящие круги заинтересованы в плавной передаче власти и сохранению стабильности.	Использование волатильности для формирования позиций по привлекательным ценам.



## Прогноз на 12 месяцев: облигации

### Ключевые предпосылки

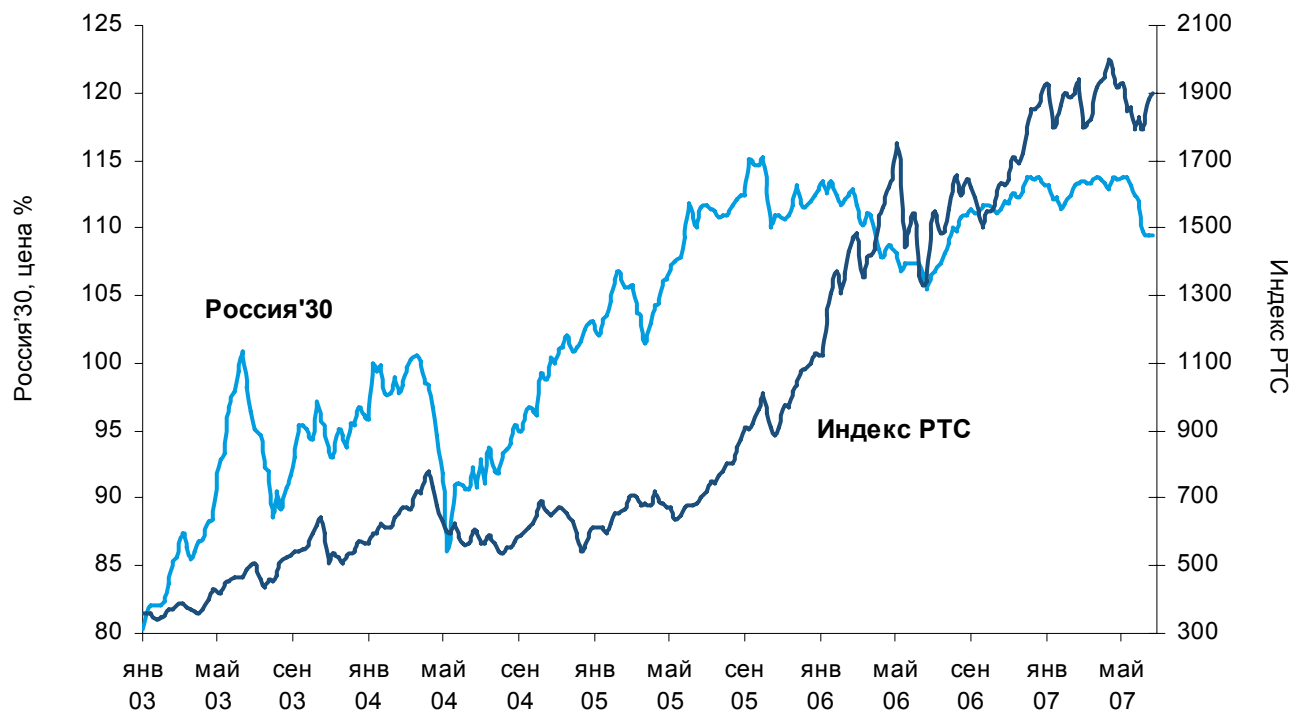
### Сценарий

	Пессимистичный	Базовый	Оптимистичный
Курс доллар/евро	1.30	<b>1.33-1.36</b>	1.40
Рост рубля в номинальном выражении	-2%	<b>3%</b>	5%
Изменение процентных ставок в США	0.5%	<b>0.0%</b>	-0.5%
Инфляция РФ	10%	<b>8%</b>	6%
<b><u>Ожидаемая доходность</u></b>			
<b>Рублевые корпоративные облигации</b>	<b>6%-8%</b>	<b>9-10%</b>	<b>10-11%</b>
<b>Корпоративные Еврооблигации</b>	<b>5-6%</b>	<b>7-8%</b>	<b>9-10%</b>

## Облигации – основа снижения риска портфеля

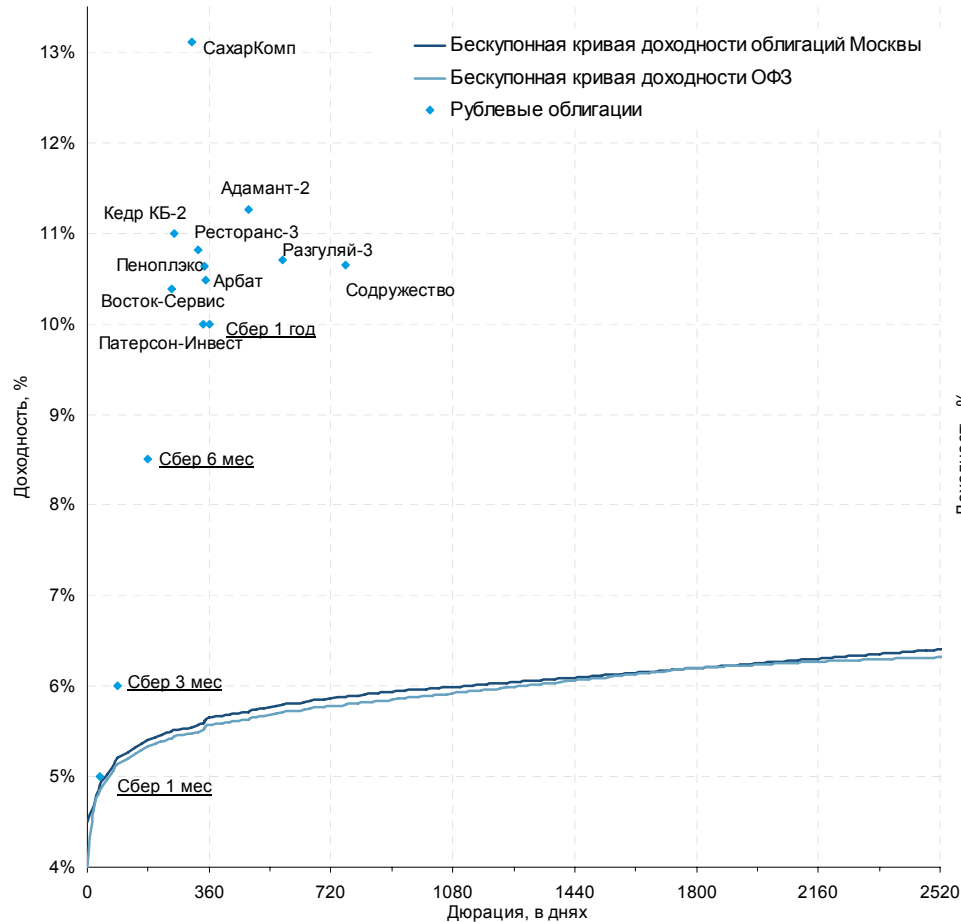
Включение облигаций в сбалансированный портфель позволяет улучшить совокупное соотношение риск/доход

### Снижение корреляции российских акций и облигаций

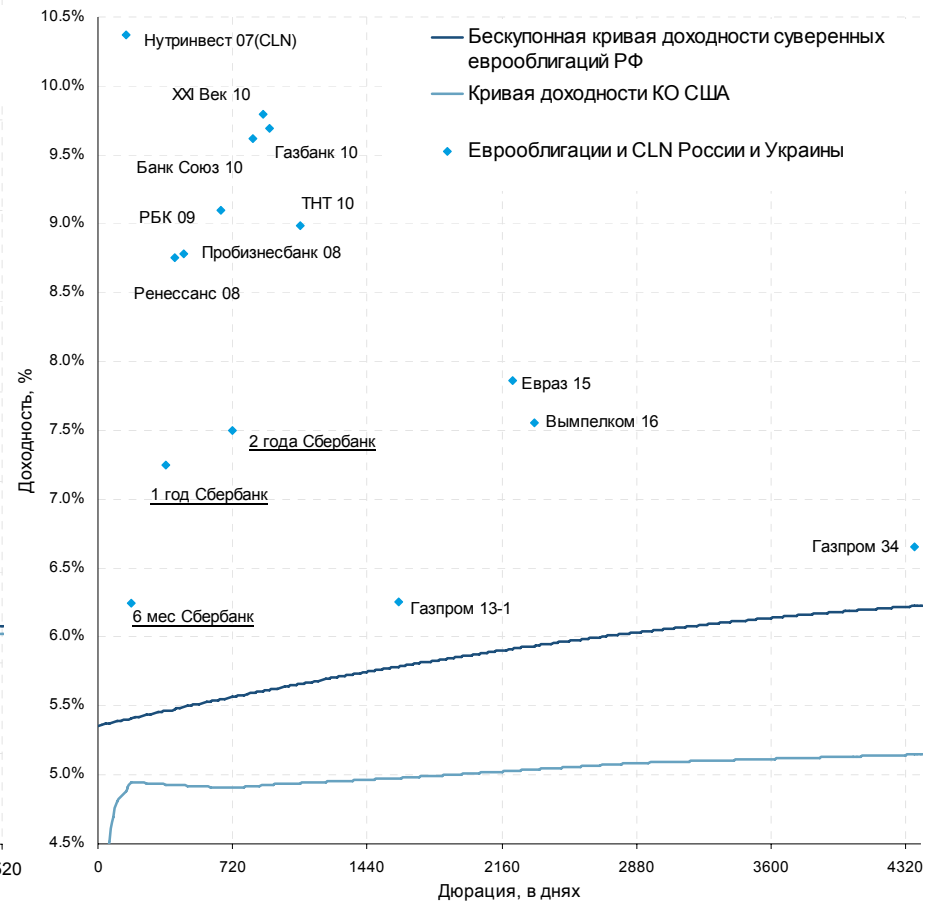


# Облигации: ставка на сокращение кредитного спреда

## Рублевые облигации: премия к банковским депозитам



## Еврооблигации: ставка на пересмотр кредитного качества



Источник: RIM, Cbonds

## Портфель рублевых облигаций

- Наибольший рост цен мы ожидаем в облигациях крупных компаний из второго эшелона и в региональных розничных банках. Отдача от инвестиций, произведенных в последние годы в крупных компаниях (машиностроение, металлургия), и допуск иностранцев в капитал российских банков способствует улучшению кредитного качества данных эмитентов.
- Мы сокращаем долю операторов розничной торговли, т.к. рост долгов и конкуренции в данном секторе увеличивают риски.
- Мы предпочитаем дюрацию 1-2 года, так как не ожидаем существенного изменения процентных ставок на внутреннем рынке.

Структура портфеля по секторам	Вес в портфеле	Вес в индексе Cbonds
Потребительские товары	70%	2%
Банки	19%	21%
Розничная торговля	0%	3%
Недвижимость	0%	0%
Нефть и Газ	3%	26%
Телекоммуникационный	0%	12%
Энергетика	3%	22%
Металлы	0%	9%
Муниципальный сектор	0%	0%
Машиностроение	5%	5%
Другое	0%	0%
	100%	100%

Структура портфеля по ликвидности	Вес в портфеле	Вес в индексе Cbonds
Первый эшелон	3%	44%
Второй эшелон	51%	56%
Третий эшелон	46%	0%
	100%	100%

## Портфель облигаций оффшорных счетов

- Мы сохраняем большую долю в рублевых облигациях (60%) по сравнению с базовым индексом, ожидая продолжения укрепления рубля в этом году
- В еврооблигациях мы делаем основную ставку на короткие банковские CLN с доходностью 9.0%.
- Мы планируем увеличить вес украинских облигаций в портфеле до 10%. Мы делаем ставку на крупнейшие компании из потребительского и банковского сектора. Большинство этих компаний являются целью для покупки иностранными инвесторами, желающими войти на быстрорастущий потребительский рынок Украины. Облигации в гривнах имеют доходность 12%-14%. Гривна привязана к доллару в узком коридоре 5.0-5.05. Рост золотовалютных резервов и прямых иностранных инвестиций позволяют ЦБ Украины сохранять курс стабильным для снижения экономических рисков на фоне политической нестабильности.

Структура портфеля по секторам	Вес в портфеле	Доля на рынке
Банки	57%	20%
Химия, нефтехимия	0%	0%
Потребительские товары	4%	1%
Телекоммуникационный	12%	6%
Суверенные	9%	37%
Муниципальные	0%	0%
Металлы	6%	9%
Строительство	7%	0%
Нефть и Газ	5%	26%
	100%	100%

Структура портфеля по ликвидности	Вес в портфеле	Доля на рынке
Первый эшелон	10%	56%
Второй эшелон	44%	28%
Третий эшелон	45%	16%
	100%	100%