

Ежеквартальный обзор: 3 квартал 2011

Обзор рынка акций Мировые рынки

3 квартал 2011 года стал одним из самых трудных кварталов для мировых финансовых рынков за последние несколько лет.

На фоне резко обострившихся долговых проблем США и Европы, инвесторы массово распродавали практически все классы рискованных активов (акции, сырьевые товары) и уходили в доллар и казначейские облигации США.

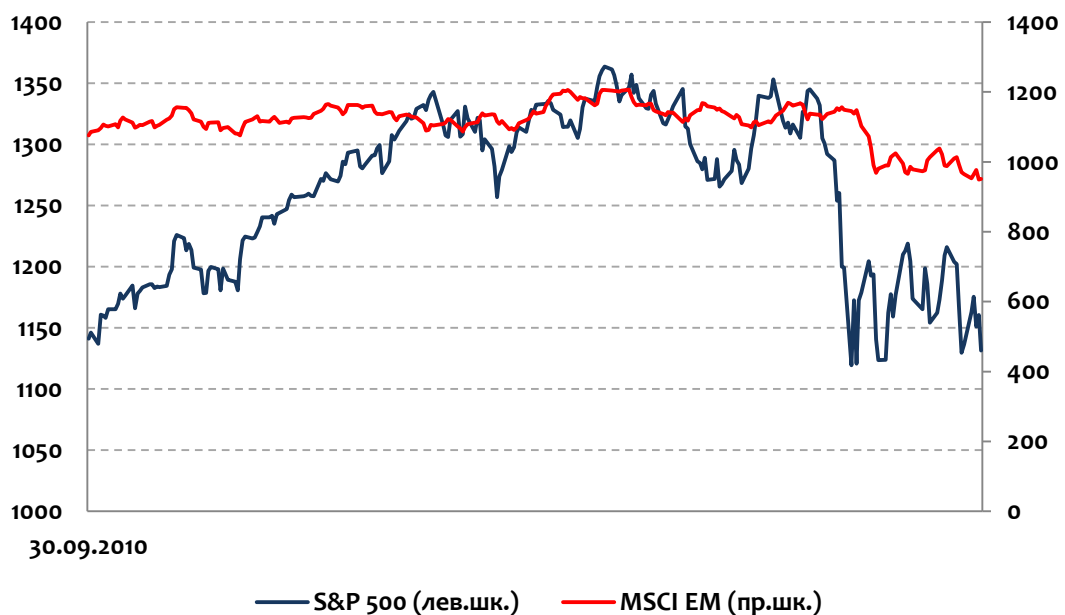
В 3 квартале было две волны резких распродаж – в начале августа и в конце сентября.

В результате, по итогам 3 квартала фондовые индексы показали резко негативную динамику котировок с высоким уровнем волатильности, потеряв 14-30% и опустившись на уровни лета 2010 года.

Доллар смог существенно укрепить свои позиции против 6 основных мировых валют (долларовый индекс прибавил +6%).

Как и во 2 квартале, рынки развивающихся стран вновь отставали от развитых рынков (индекс MSCI EM снизился на 23%, индекс MSCI BRIC потерял 27% против 14% снижения по индексу S&P500 и 17% снижению по индексу MSCI World). Что, на наш взгляд, было обусловлено продолжающимся массовым оттоком капитала и ростом неприятия риска.

Индексы S&P 500 и MSCI EM



В начале 3 квартала ключевой темой для финансовых рынков были долговые проблемы США. В течение всего июля из-за борьбы республиканцев и демократов Конгресс США не мог прийти к

компромиссному решению по вопросу увеличения потолка госдолга, что грозило стране техническим дефолтом 2 августа и возможным снижением суверенного кредитного рейтинга Штатов.

Несмотря на то, что 1 августа Конгресс смог одобрить повышение потолка госдолга и план по урезанию госрасходов, международное рейтинговое агентство Standard&Poor's все же приняло решение снизить суверенный рейтинг США на 1 ступень с наивысшего уровня «AAA» до «AA+» из-за растущего государственного долга.

За снижением рейтинга США последовала паническая волна распродаж рискованных активов на всех мировых площадках, спросом у инвесторов пользовались только защитные инструменты, прежде всего, золото, в очередной раз обновившее исторические максимумы, и казначейские облигации США. Ситуацию усугублял также рост ожиданий по замедлению мирового экономического роста из-за долговых проблем в Европе и США (этому способствовала выходящая слабая статистика по американской экономике и экономикам европейских стран).

Во второй половине августа несколько стабилизировать панические настроения смогли решение ЕЦБ о предоставлении банкам дополнительной ликвидности и ожидания того, что уже на ближайшем заседании ФРС (21-22 сентября) будет объявлено о новых мерах поддержки экономики (многие инвесторы рассчитывали на новый этап количественного смягчения (QE3)).

Однако уже в сентябре инвесторов ждали новые разочарования, спровоцировавшие вторую волну резкой коррекции в 3 квартале.

По итогам заседания ФРС вместо QE3 было решено запустить так называемую операцию Twist (которая заключается в том, что ФРС намерена приобрести до конца июня 2012 г. казначейские ценные бумаги со сроком погашения от 6 до 30 лет на общую сумму в \$400 млрд и реализовать эквивалентный объем казначейских ценных бумаг со сроком погашения до 3 лет), которая будет иметь более долгосрочный эффект для оздоровления американской экономики, но в отличие от QE не обеспечит рынкам краткосрочную ликвидность.

Кроме того, в сентябре на финансовых рынках стали усиливаться опасения относительно скорого дефолта Греции и его влияния на устойчивость европейских финансовых институтов (крупных держателей греческих бондов).

Мы ожидаем, что в 4 квартале ключевой темой для финансовых рынков продолжат оставаться долговые проблемы стран ЕС, в первую очередь вопрос дефолта Греции.

На наш взгляд, стабилизировать ситуацию на финансовых рынках смогут только скоординированные действия всех европейских финансовых властей по борьбе с распространением проблем суверенных долгов на европейские финансовые институты.

Прежде всего, рынкам нужна определенность с долговыми проблемами Греции и действенный механизм по поддержке европейских финансовых институтов.

Возможно, стоит ждать улучшения ситуации по долговым проблемам стран ЕС ближе к концу октября - началу ноября. К этому сроку, как ожидается, будет решен вопрос по предоставлению Греции второго транша помощи (или будет принято другое решение), будет принято окончательное решение по расширению размера и полномочий Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF), министры финансов G-20 представят новый план по

поддержке финансовых рынков, а Франция и Германия представят свой план по решению долговых проблем Еврозоны.

Октябрь же, по всей видимости, будет достаточно напряженным и волатильным месяцем для финансовых рынков.

До конца года мы ожидаем увидеть примерно 10-15% рост финансовых рынков от текущих уровней. При этом уровень волатильности, вероятно, останется высоким.

Мы считаем текущие уровни достаточно привлекательными для открытия позиций с горизонтом инвестирования 1-2 года. Среднесрочным инвесторам мы рекомендуем занять выжидательную позицию.

Облигации

В третьем квартале 2011 года на долговом рынке рост практически не наблюдался – индекс корпоративных облигаций ММВБ вырос лишь на + 0,04%, с начала года рост составил + 4,32%.

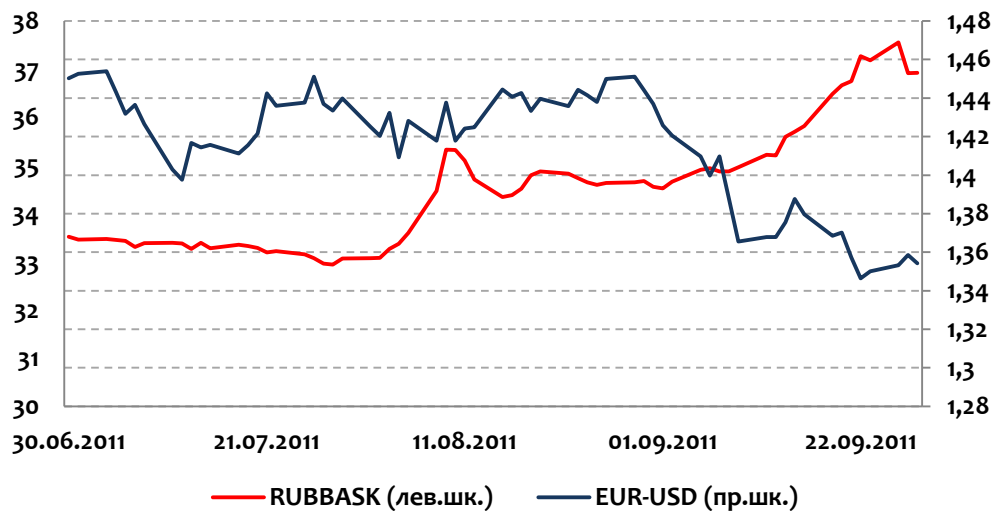
Если в июле ещё наблюдался небольшой рост на рынке облигаций, то уже в начале августа после выхода плохой статистики по ВВП США и последующего понижения рейтинга США рынки синхронно начали снижаться. В сентябре после небольшого отскока в начале месяца на ожиданиях новой программы количественного смягчения в США рынки вновь начали снижаться на долговых проблемах Европы.

На российском долговом рынке были и свои локальные истории – рост бивалютной корзины спровоцировал выход из рублёвых активов и резкий скачок краткосрочных ставок. «Жгучий коктейль» из европейских проблем и вывода капитала из России стал причиной второй крупной распродажи облигаций за квартал. В текущий момент мы видим, что ситуация на локальном валютном рынке постепенно стабилизируется, однако, высокие ставки на межбанковском рынке (а также зависимость от депозитов МинФина и предоставления ликвидности от ЦБ РФ) продолжают препятствовать стабильному росту цен облигаций. В четвёртом квартале мы ожидаем постепенное восстановление цен на облигации. Наши ожидания базируются на значительном объёме пенсионных средств, которые пришли в НПФ-ы в середине сентября и до сих пор не были в полной мере заинвестированы. Кроме того, расходы бюджета в конце года создадут дополнительное понижающее давление на ставки, несмотря на значительную задолженность банков перед Минфином (~ 1 трлн. руб., которую, как мы ожидаем, Минфин рефинансирует). Заметим также, что Минфин практически в полном объёме выполнил свой план по размещению ОФЗ (частично за счёт размещения ОФЗ в пользу Банка Москвы на сумму около 295 млрд. руб.): в четвёртом квартале объём чистого размещения оценивался в 60-100 млрд. руб. Низкое предложение ОФЗ в конце года может повысить спрос (и цены) на них.

Валюта

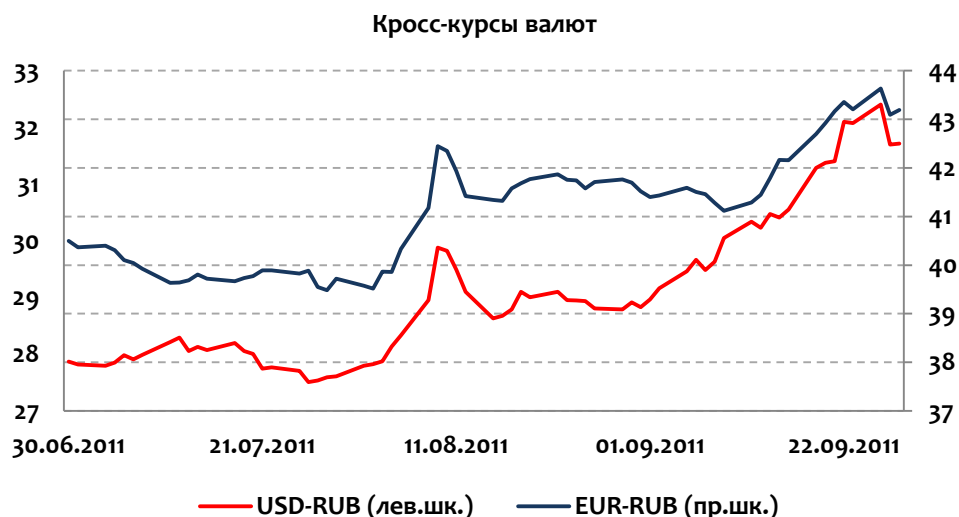
Курс «бивалютной корзины» (45% евро + 55% доллар) в третьем квартале вырос на 10,9% до 37,1738 руб., с начала года «бивалютная корзина» выросла на 5,71%.

Бивалютная корзина и пара евро-доллар



Укрепление корзины было вызвано движением по капитальному счёту платёжного баланса РФ. Т.е., инвесторы (локальные / иностранные) переводили активы из рублей в валюту. Судя по последним данным, скорость вывода активов (и наращивание спекулятивных валютных позиций банками) постепенно замедляется. Помимо внешнего позитивного новостного фона (и спроса на рискованные активы, к коим мы относим и рубль) свою лепту в снижение оттока капитала внесла и нехватка рублёвой ликвидности на межбанковском рынке. Мы считаем, что до конца года рубль имеет все шансы укрепиться с текущих уровней, если котировки нефти останутся стабильными и реструктуризация (дефолт) долгов Греции будет управляемой.

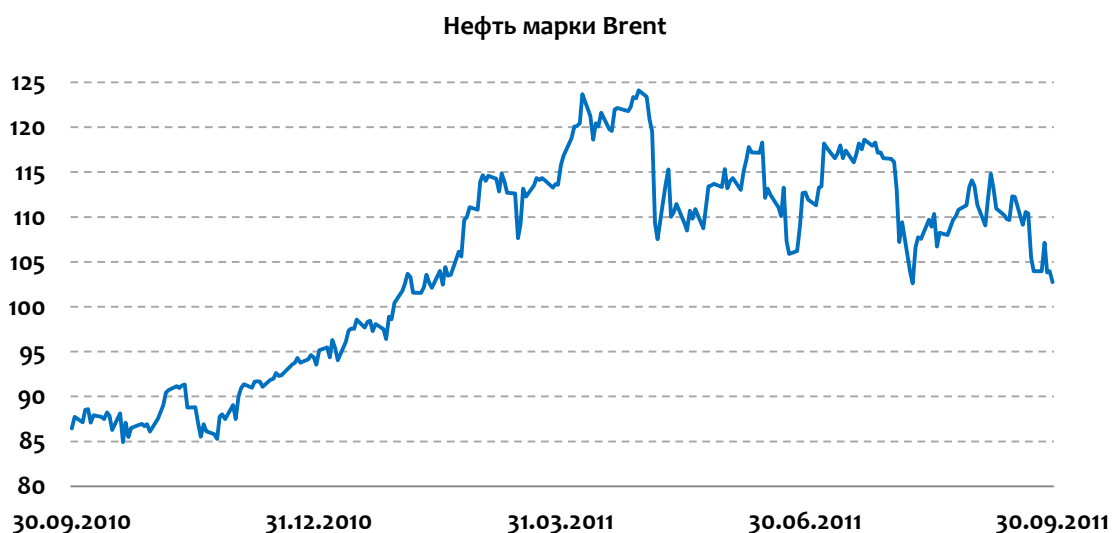
Что касается пары евро-доллар, то наши предположения относительно достижения уровня 1.33 во втором квартале полностью оправдались. Дальнейшее движение пары будет в полной мере зависеть от разрешения ситуации с Грецией (управляемый/неуправляемый дефолт, доля списания номинала долга 50-60%?) и дальнейших действий ЕЦБ относительно процентных ставок и объёма количественного смягчения. Мы ожидаем, что в ближайшие месяцы ЕЦБ будет вынужден пойти на понижение учётной ставки на 25-50 б.п. Вместе с тем, текущие котировки пары евро-доллар, возможно, уже в полной мере отражают эти ожидания. До конца октября мы ожидаем укрепления евро до уровня 1.4 и затем дальнейшего снижения к концу года до 1.28-1.3.



Нефть и промышленные металлы

В 3 квартале на фоне обострения долговых проблем в Европе и США и ухудшения перспектив восстановления мировой экономики инвесторы массово выходили практически из всех классов рискованных активов и переключались в доллар и казначейские облигации США. В результате большинство сырьевых товаров по итогам 3 квартала показало резко негативную динамику, потеряв от 10 до 25% своей стоимости. При этом, как и в других классах рискованных активов, в сырьевых товарах наблюдалась очень высокая волатильность.

Несколько более устойчивую динамику продемонстрировала нефть (нефть марки Brent потеряла 9,9% и остановилась на отметке 103 барреля), где поддерживающим фактором оставалась нестабильная ситуация в регионе MENA.



Среди промышленных металлов наибольшие потери понесла медь – за июль-сентябрь этот металл потерял 26% своей стоимости. По таким металлам как никель и алюминий цена опускалась до уровней производственных издержек маргинальных производителей. При этом биржевые запасы (индикатор соотношения физического спроса и предложения на металл) по

большинству промышленных металлов существенно не изменились и находятся на достаточно низком уровне, что говорит о спекулятивном характере снижения стоимости, наблюдаемого в 3 квартале.

В 4 квартале динамика нефти и промышленных товаров, на наш взгляд, будет определяться ожиданиями того, как быстро американская и европейские экономики смогут вернуться на траекторию устойчивого роста.

Драгоценные металлы

По итогам 3 квартала из драгоценных металлов только золото смогло продемонстрировать положительную динамику котировок за счет того, что инвесторы хеджировали долговые риски США и Европы. Остальные драгоценные металлы (серебро в меньшей степени, платина и палладий в большей степени) оказались под давлением на фоне опасений по замедлению мирового экономического роста. При этом во всех без исключения драгоценных металлах наблюдался крайне высокий уровень волатильности.

В июле и большую часть августа золото стремительно дорожало и в результате достигло отметки 1917 долл. за тройскую унцию, побив исторический рекорд. Однако затем произошла резкая коррекция (-9% за несколько торговых сессий) на фоне повышения маржинальных требований на фьючерсы на золото на 27% оператором Нью-Йоркской товарной биржи COMEX компании CME Group, после чего золото вновь вернулось на уровни 1800-1830 долл. за тройскую унцию. На этих уровнях золото торговалось вплоть до 22 сентября, однако затем синхронно с рынком акций в золоте произошла резкая коррекция. В итоге за сентябрь желтый металл потерял 11% своей стоимости и достиг отметки 1624 долл. за тройскую унцию. На наш взгляд, негативная динамика золота в условиях массового бегства инвесторов от риска была связана в первую очередь с продажами со стороны хедж – фондов, стремящихся покрыть за счет прибыли в золоте (с начала года и до конца августа золото прибавило около 30%) убытки по другим классам активов (прежде всего, акциям).



Подобная ситуация наблюдалась в сентябре-октябре 2008 года, когда из-за кризиса ликвидности инвесторы фиксировались по всем прибыльным активам.

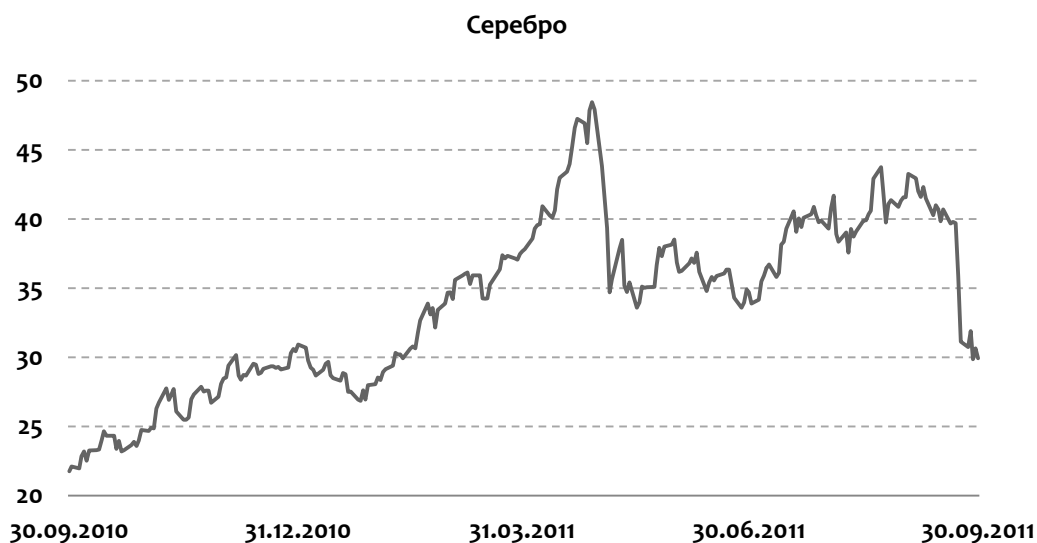
При этом мы ожидаем, что после массовых распродаж в золото вновь вернется инвестиционный спрос (прежде всего, со стороны Индии и Китая) на фоне нерешенных долговых проблем ЕС, угрозы замедления мирового экономического роста и ускорения инфляции. Хотя и не исключено, что в случае очередной резкой коррекции на финансовых рынках (как это было в сентябре) хедж - фонды вновь начнут продавать золото с целью покрытия убытков по другим классам активов. До конца 2011 года мы ожидаем, что золото вновь вернется на уровни 1800-1850 долл. за тройскую унцию.

Наибольшие потери среди драгоценных металлов понесли металлы платиновой группы (за 3 квартал платина снизилась на 11%, палладий потерял 19%), что связано с тем, что большая часть спроса на эти металлы является промышленным, а значит чувствительным к ухудшению мировой конъюнктуры. Поэтому логика возобновления роста в металлах платиновой группы по сути такая же, как и в промышленных металлах. При улучшении ожиданий по мировому экономическому росту металлы платиновой группы вновь смогут вернуться на траекторию роста.



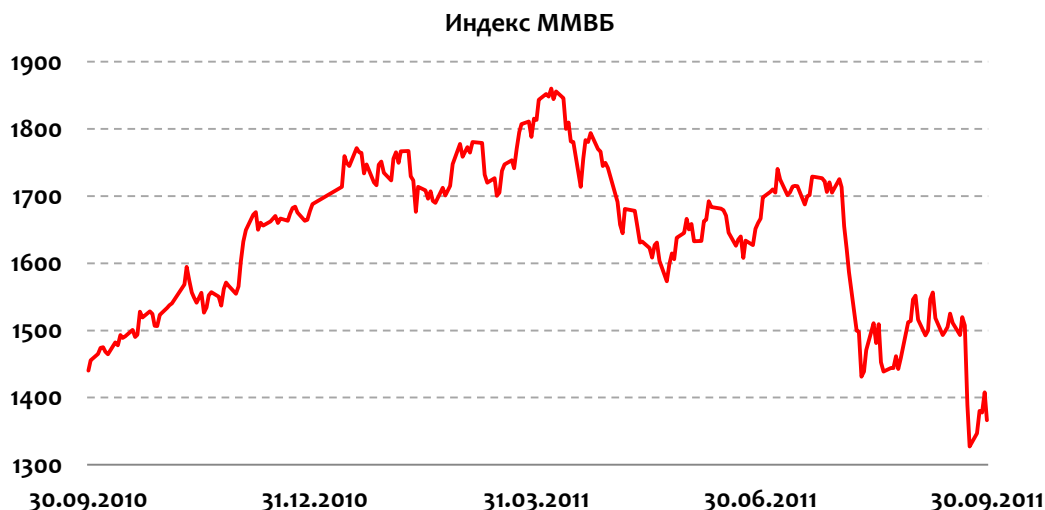
Серебро по итогам 3 квартала потеряло 14% своей стоимости и опустилось до отметки 30 долл. за тройскую унцию. При этом волатильность в этом металле была максимальной среди всех

драгоценных металлов, что, на наш взгляд, снижает привлекательность этого металла в качестве защитного актива (аналог золота).



Российский рынок

Относительно высокие и стабильные цены на нефть (нефть марки Brent выше 100 долл. за баррель) не смогли оказать поддержку российскому рынку акций в 3 квартале. На фоне внешних факторов (долговые проблемы стран ЕС и США) российский рынок акций в июле-сентябре продемонстрировал резко негативную динамику котировок, опустившись по индексу ММВБ до уровней лета 2010 года (-18%, 1367 пунктов).



При этом российский рынок акций по динамике существенно отставал от динамики развитых и развивающихся стран (по итогам сентября индекс S&P 500 снизился на 7,2%, индекс MSCI EM потерял 14,8%, индекс MSCI World снизился на 8,8%).

Ключевой причиной отстающей динамики российского рынка акций, на наш взгляд, стал чистый отток капитала из фондов, ориентированных на Россию (при негативных ожиданиях инвесторы

в первую очередь избавляются от активов сырьевых стран, которые обладают наибольшей чувствительностью к замедлению мировой экономики).

По данным EFSF только за сентябрь чистый отток составил примерно 1,1 млрд. долл. С января по май приток в фонды российских акций составил примерно 4,5 млрд. долл., совокупный отток капитала с мая по сентябрь составил примерно 3,6 млрд. долл. (т.е. примерно 80%).

При этом большая часть, как и притока, так и оттока капитала из фондов российских акций пришлась на ETF (в случае притока – эта ставка на высокую цену на нефть, в случае оттока – ставка на ухудшение мировой конъюнктуры), что говорит о спекулятивном характере этих операций.

В тоже время тот факт, что большинство «горячих» денег уже ушло из России позволяет рассчитывать на то, что даже при негативном развитии событий интенсивность оттока средств из фондов, ориентированных на Россию, снизится, и этот фактор уже не будет оказывать дополнительное давление на динамику российского рынка акций (как это было во 2-ом и 3-ем кварталах).

По итогам 3 квартала в отраслевом разрезе наихудшую динамику котировок показали акции горно-металлургических и машиностроительных компаний (индексы «ММВБ металлы и добыча» и «ММВБ машиностроение» потеряли по 31%), наиболее чувствительных к замедлению мирового экономического роста. Также динамику хуже рынка продемонстрировали акции энергетических (индекс «ММВБ электроэнергетика» потерял 23%) и телекоммуникационных компаний (индекс «ММВБ телекоммуникации» снизился на 23%). На фоне по-прежнему высоких цен на нефть (несмотря на 9,9%-ную коррекцию в сентябре, нефть марки Brent торгуется выше уровня 100 долл. за баррель) акции нефтегазовых компаний смотрелись несколько лучше рынка (индекс «ММВБ нефть и газ» просел на 12%).

Ключевым внутренним событием на российской рынке в 3 квартале стал сентябрьский съезд партии Единая Россия (23-24 сентября), на котором Президент РФ Дмитрий Медведев поддержал выдвижение кандидатуры премьер-министра РФ Владимира Путина на президентских выборах 2012 года, а Путин, в свою очередь, предложил Медведеву возглавить правительство.

При этом состав нового правительства было предложено сформировать уже после президентских выборов 2012 года. За этим неожиданно последовала отставка министра финансов Алексея Кудрина за его публичный отказ войти в новое правительство из-за несогласия по вопросу увеличения военных расходов на 65 млрд. долл. до 2014 года.

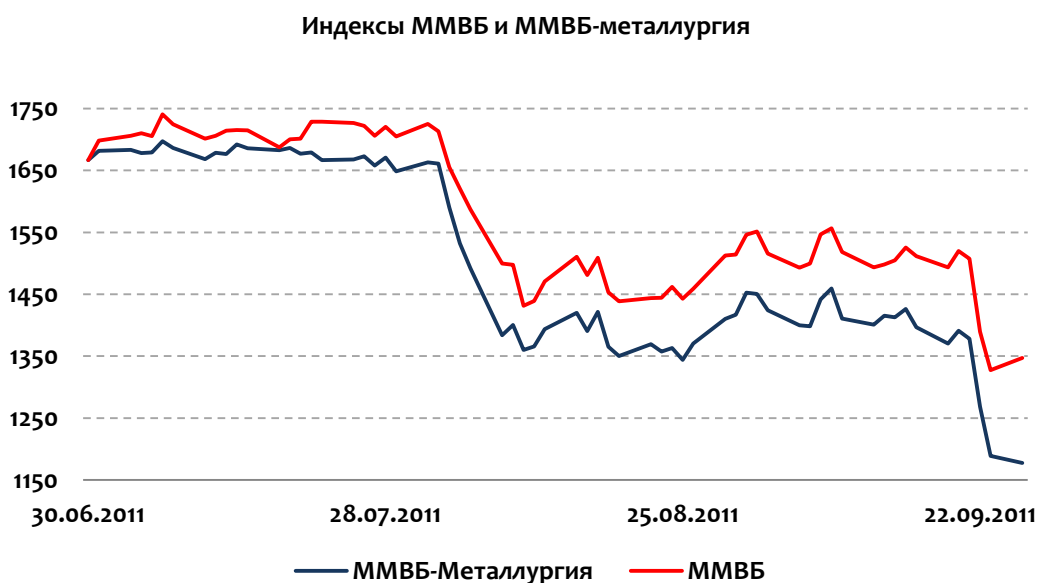
Заявление о предстоящей рокировке в правящем тандеме хоть сняло основную интригу предстоящих президентских выборов 2012 года, но оставило неопределенность относительно нового состава правительства и политического курса России на ближайшие годы (т.е. политические риски по-прежнему остаются). Если реакция Запада на объявленную рокировку была неоднозначной, то реакция на отставку Алексея Кудрина была однозначно негативной. (г-н Кудрин всегда придерживался консервативного подхода к бюджетному планированию, что особенно важно в условиях кризиса в мировой экономике).

В тоже время стоит отметить, что эти внутренние новости практически не оказали влияния на динамику российских фондовых рынков – в 3 квартале фокусе инвесторов по-прежнему

остаются внешние события (долговой кризис в ЕС и слабые перспективы роста мировой экономики).

Металлургия и добыча

По итогам 3 квартала акции горно-металлургических компаний (как циклический сектор) продемонстрировали наихудшую динамику среди всех секторов на фоне ухудшения ожиданий по росту мировой экономики. За июль-сентябрь индекс «ММВБ металлы и добыча» потерял 31%, с начала года потери по индексу составили 3,9%. Падение по отдельным бумагам сектора за 3 квартал составило 40-50%, с начала года – до 50-60%.



Столь негативная динамика акций горно-металлургических компаний, на наш взгляд, обусловлена тем, что многие инвесторы сыграли на опережение и построили свои ожидания исходя из возможного повторения сценария 2008 года. Тогда кризис ликвидности спровоцировал резкое сжатие спроса на металлы и привел к существенной коррекции цен, и многим компаниям сектора пришлось в экстренном порядке реструктуризировать свои долги (большая часть которых была представлена краткосрочными долгами).

Сейчас же ситуация в металлургической отрасли выглядит иначе.

Во-первых, в отличие от 2008 года у компаний достаточно низкий уровень запасов, что делает их менее уязвимыми к возможному снижению спроса на металл (им не придется распродавать дорогие запасы по любым ценам), а значит, коррекция цен если и будет, то не такой глубокой как в 2008 году (в 2008 цены на сталь упали на 40-50%, сейчас при негативном сценарии можно ждать примерно 15-20% падения цен).

Во-вторых, в отличие от 2008 года большинство компаний сократили или, по крайней мере, успешно реструктуризировали свои долги (большая часть долгов теперь представлена долгосрочными долгами), что также делает их менее уязвимыми к возможному ухудшению мировой конъюнктуры. И, наконец, на текущий момент наблюдаются лишь первые признаки замедления активности потребителей (многие потребители заняли выжидательную позицию), поэтому вполне вероятно, что в случае появления определенности по долговому вопросу стран ЕС, спрос начнет постепенно восстанавливаться.

Поэтому хотя бы при частичном решении долговых проблем ЕС (возможно, будет принято в конце октября – начале ноября) можно ждать опережающей динамики акций горно-металлургических компаний (и других циклических секторов). При негативном сценарии акции горно-металлургических компаний, вероятно, вновь будут торговаться хуже рынка.

3 квартал был насыщен корпоративными новостями по сектору.

Вышедшие по сталелитейным компаниям отчетности за 2 квартал зафиксировали сильный рост производственных издержек из-за опережающего роста цен на уголь и железную руду и снижение уровня рентабельности. В этой ситуации в уязвимом положении оказались производители без полной вертикальной интеграции, которые в итоге продемонстрировали худшую динамику котировок (например, акции ММК за 3 квартал потеряли 51%, с начала года снижение составило 63%).

Поддерживающим фактором для акций Полюс Золота стала оферта на выкуп акций по цене 1900 рублей за бумагу (с премией к рынку), в итоге за 3 квартал акции Полюс Золота выросли на 7%, показав лучшую динамику среди российских горно-металлургических компаний (этот фактор поддержки будет действовать до 8 ноября, когда завершится срок действия оферты).

Объявленный buyback (на 4,5 млрд. долл., будет выкуплено 7,7%, цена выкупа 306 долл. за акцию, премия к текущим котировкам примерно 50%) стал также фактором поддержки для акций Норильского никеля, которые по динамике (-3% за 3 квартал, -2,5% с начала года) также оказались гораздо лучше российских горно-металлургических компаний и зарубежных компаний аналогов (потерявших с начала года в среднем 30-35%). В тоже время мы отмечаем, что существует большой риск того, что как только программа выкупа будет завершена (28 октября) в акциях Норильского никеля произойдет резкая коррекция (догоняющая динамика относительно компаний аналогов).

Евраз объявил, что из-за неблагоприятных рыночных условий была прервана переговоры о продаже 40% доли в Распадской и продажа угольной компании в ближайшие 12-18 месяцев маловероятна. Менеджмент Распадской также заявил, что планирует остаться в компании и работать над стратегией восстановления одноименной шахты после аварии. Эти новости вызвали позитивную краткосрочную реакцию рынка. В то же время Распадская испытывает серьезные операционные проблемы, и существуют очень большие риски, что компания не только не сможет выполнить производственный план по добыче угля на этот год (отставание может составить примерно 20%), но и выполнить долгосрочные планы добычи (из-за проблем с восстановлением шахты «Распадская»). Вероятно, этот фактор будет оказывать существенное давление на котировки Распадской, как минимум, в среднесрочной перспективе и не даст им полностью восстановиться после существенного падения (-42% за 3 квартал, -56% с начала года).

Химия

Несмотря на значительную коррекцию цен на зерновые в 3 квартале (в среднем -10%), цены на калийные и азотные удобрения продолжают оставаться вблизи своих годовых максимумов, и компании продолжают давать умеренно-оптимистичные прогнозы по спросу и уровню цен до конца этого года и на 2012 год.

Более того, в середине августа Белорусская калийная компания, совместный трейдер Уралкалия и Беларуськалия, объявила о 5%-ном повышении цен (до 535 долл.) на хлористый калий для рынков Юго-Восточной Азии.

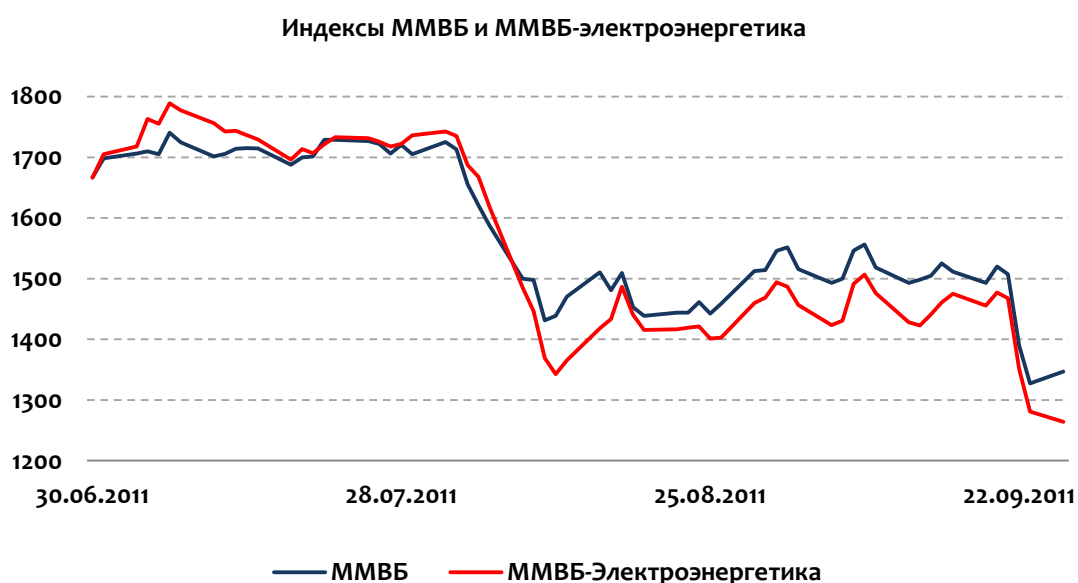
В то же время существуют риски, что при продолжении падения цен на зерновые (при реализации негативного сценария по мировой экономике) спрос и цены на удобрения могут существенно упасть (с лагом в несколько месяцев, как это было в 2008 году).

Также как и в случае с горно-металлургическими компаниями, инвесторы спроецировали этот сценарий в свои ожидания, что привело к коррекции акций Уралкалия и Акрона в 3 квартале (-11% и -15% в 3 квартале, за сентябрь падение достигало 20%).

В результате коррекции акций Уралкалия падали ниже 200 руб., что ниже уровня стоимости компании до объявления сделки с Сильвинитом. С целью поддержки рыночных котировок менеджмент Уралкалия объявил о запуске выкупа собственных акций компании на рынке на сумму 2,5 млрд. долл. (примерно 10-11% пакет акций) в течение года (с 6 октября 2011 по 6 октября 2012 года). Затем компания намерена аннулировать выкупленные акции. Новость является позитивным сигналом для инвесторов и может оказать неплохую поддержку акциям Уралкалия в среднесрочной перспективе.

Электроэнергетика

В третьем квартале индекс ММВБ – Электроэнергетика снизился на 23,3%, индекс широкого рынка ММВБ за это время потерял 18,0%. Из ликвидных бумаг лидером падения стал Холдинг МРСК (-39,5%), что заметно контрастирует с его основными составляющими МОЭСК (-2,0%), МРСК ЦП (-4,0%), МРСК Ц (-9,3%). Причиной столь драматичного падения холдинговой сетевой компании стало намерение государства пересмотреть краеугольный камень реформы – iRAB.



Правительство объявило, что повышение тарифов в регулируемых отраслях произойдет в 2012 году не как обычно 1 января, а 1 июля. Это означает, что в этом году мы можем так и не узнать тарифы на следующий год. На рынке существует уверенность, что замедление реформы электроэнергетики не продлится дальше президентских выборов в 2012 году. Мы полагаем, что правительство проводит в некотором смысле «экономический эксперимент», замораживая рост тарифов на госмонополии и регулируемые отрасли. Таким образом пытаюсь выяснить квазиминимальный уровень инфляции.

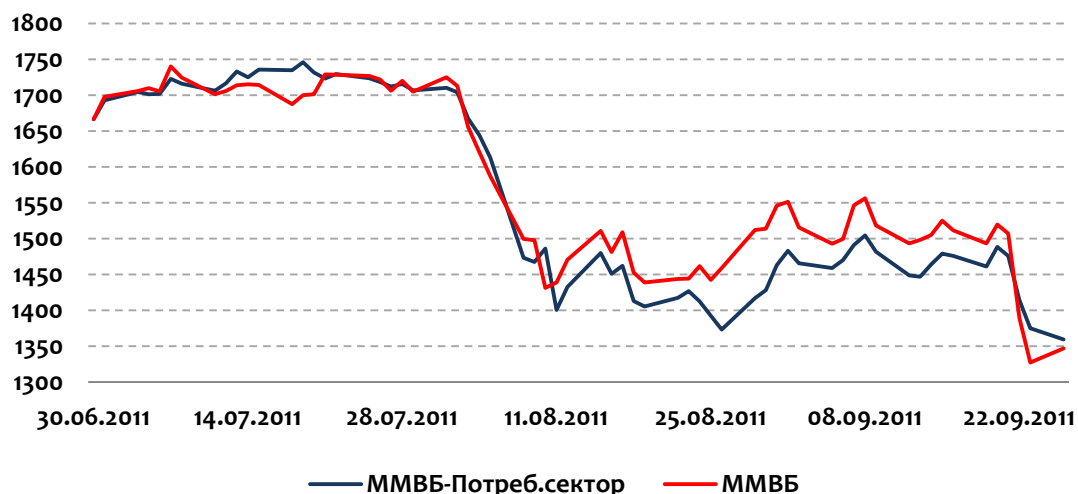
При этом компании показывают отличные отчеты. В очередной раз инвесторов не разочаровал отчет Э.Он Россия (ОГК-4), чистая прибыль компании за первое полугодие составила 7,1 млрд. руб., при выручке 31,3 млрд. руб. При этом маржа по чистой прибыли составила 22,7%, что превышает маржу по EBITDA большинства ОГК. На наш взгляд, высокие текущие прибыли компаний достаточно надежно защищены от негативных регуляторных решений. Около 78% выручки ОГК по результатам первого полугодия приходится на либерализованный рынок, что означает устойчивость достигнутых ранее хороших результатов. В связи с чем мы полагаем текущие ценовые уровни акций электроэнергетики неоправданно низкими.

Характерной чертой третьего квартала стало дифференцирование акций по фундаментальным показателям. Долгое время снижение компаний ОГК с начала года мало отличалось, но в третьем квартале картина изменилась и динамика акций наиболее качественных компаний (Э.Он Россия (ОГК-4), Энел ОГК-5) была заметно лучше. Мы в нашем фонде делаем ставку именно на качественные бумаги. Мы полагаем, что текущий очень сложный год для электроэнергетики сменится более удачным 2012-м. Мы придерживаемся рыночного мнения, что после президентских выборов риторика властей относительно сектора заметно смягчится, что вернет к нему доверие инвесторов.

Потребительский сектор

По итогам третьего квартала 2011 года индекс ММВБ Потребительский сектор снизился на 18%. Большинство акций сектора показали отрицательную динамику. В плюсе закрылись только акции Концернa Калины (+27,3%) и Фармстандарта (2,4%). Акции Калины весь квартал двигались против рынка на высоких оборотах. При этом никаких новостей от данного эмитента не выходило. Участники рынка связывают данную скупку с возможной продажей компании зарубежному игроку, ведь даже с учетом ралли, Калина торгуется с дисконтом по мультипликаторам к международным игрокам. Акции Фармстандарта тоже были значительно лучше рынка. В начале квартала ценные бумаги поддерживала информация о снятии ограничений на конвертацию локальных акций в депозитарные расписки. А ближе к концу периода, Фармстандарт опубликовал сильный отчет за полугодие. Компания смогла нарастить продажи высокомаржинальных препаратов, а так же повысила цены на ЖВЛ на 8%. Кроме этого, Фармстандарт опубликовала новую стратегию, согласно которой планируется увеличить продажи основных препаратов, а также привлечь к сотрудничеству мировые фармацевтические компании.

Индексы ММВБ и ММВБ-потребительский



Акции продовольственных ритейлеров снижались в третьем квартале. Акции Магнита потеряли 25,56%, Дикси снизилось на 31,74%. Компании опубликовали слабую отчетность по итогам первого полугодия 2011 года. Так, ритейлеры сократили рентабельность по EBITDA и это привело к пересмотру справедливых цен. Кроме этого, в третьем квартале произошло снижение роста сопоставимых продаж, что привело к снижению годовых прогнозов по выручке. Однако, следует заметить, что рынок все такие переоценил влияние негативных данных и, учитывая падение стоимости акций, мы считаем, что акции сетевых компаний являются интересной инвестицией на среднесрочном горизонте. В третьем квартале акции Мвидео снизились на 18%. Компания опубликовала сильный отчет за полугодие. Также появилась информация о желании акционеров Мвидео обсуждать слияние с Эльдорато. Слияние двух игроков может привести к формированию крупнейшей компании на рынке, что позволит реализовать синергию и улучшить условия закупки товара.

Акции компании Синергия упали на 37,14% в третьем квартале 2011 года. Компания опубликовала негативный отчет за второй квартал. Синергия снизила маржу по EBITDA на 3%, что объяснила увеличением расходов на социальный налог, затратами на лицензирование и расходами на маркетинг. Инвесторы негативно отреагировали на данные новости. В данный момент акция торгуется на уровне сентября 2009 года. Такое сильное движение объясняется не только негативными новостями, влияние которых ограничено, но еще и следующими факторами: во-первых, акции компании неликвидны, а во-вторых, инвесторы опасаются значительного снижения рынка водки в 2012 году в связи с повышением акцизов.

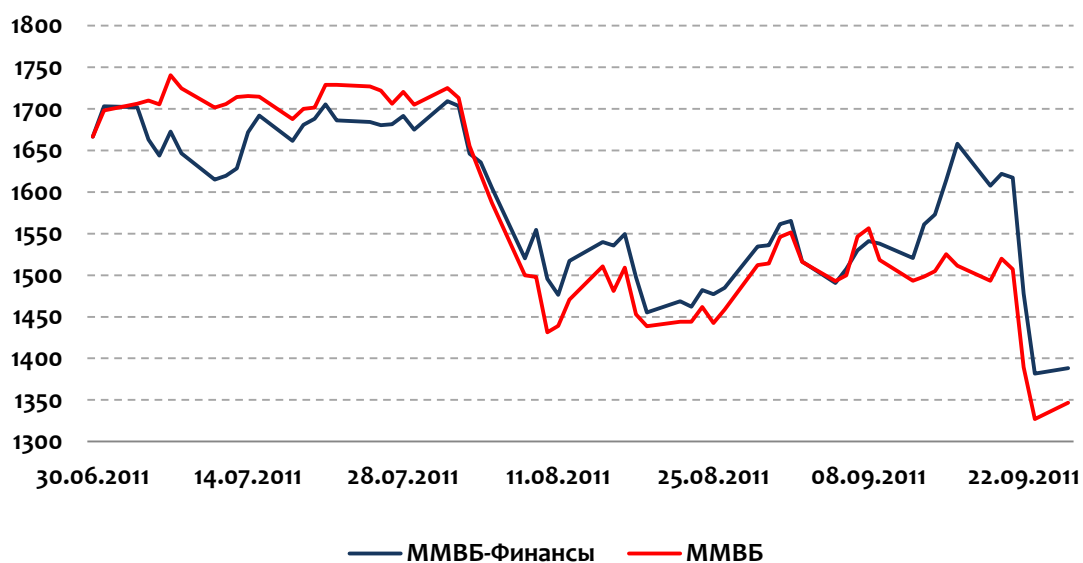
Мы считаем, что, не смотря на негативные новости, которые выходили за квартал по сектору, потенциал роста компаний, учитывая значительное падение, остается достаточно высоким.

Финансовый сектор

За третий квартал 2011 года индекс ММВБ Финансовый сектор снизился на 16,4%. Акции Сбербанка потеряли в стоимости 27,9%, банк Санкт-Петербург упал на 39,1%, а банк Возрождения снизился на -19,4%. Акции последнего банка поддерживала новость о возможной смене акционера. В целом же сектор падал на новостях о проблемах европейских банков при отсутствии негативных внутренних новостей. Так, Сбербанк опубликовал сильные показатели по

РСБУ за 9 месяцев 2011 года. Банк продемонстрировал рекордную чистую прибыль 254,3 млрд. рублей из-за роста дохода от основных операций и частичного роспуска резервов.

Индексы ММВБ и ММВБ-финансы

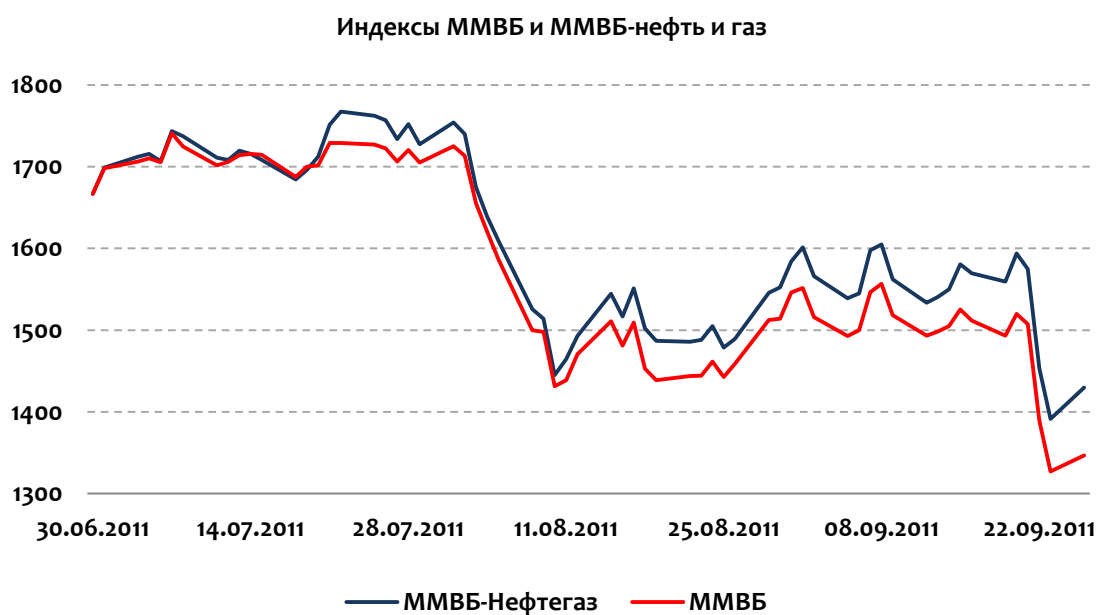


Нефтегазовый сектор

Целевая структура фонда на протяжении квартала оставалась неизменной по отношению ко 2-му кварталу: доля акций нефтегазовых компаний составляла более 70%; доля акций металлургического сектора – менее 30%, однако мы совершили некоторые изменения внутри сектора, а именно увеличили долю «защитных» акций. На фоне снижения цен на нефть и промышленные металлы хуже рынка выглядели акции с высокой бетой: Татнефть, Роснефть и в особенности сектор черной металлургии. Девальвация валют развивающихся стран, в том числе и российского рубля, привела к увеличению чистой прибыли нефтяных компаний и, как следствие, к росту выплачиваемых дивидендов. Поэтому за 3й квартал падение цены на нефть порядка 7% более чем компенсировалось ослаблением курса рубля к доллару (около 15%). В связи с этим, на наш взгляд, привлекательной инвестицией с точки зрения потенциально высокой дивидендной доходности выглядят привилегированные акции Сургутнефтегаза. Кроме этого, оценка стоимости финансовых вложений компании едва не превышает текущую рыночную капитализацию. Во многом именно по этой причине акции Сургутнефтегаза (обыкновенные -6.5%, привилегированные +1.5%) выглядели лучше сектора (снижение индекса ММВБ Нефть и газ составило 12.4%) и рынка в целом (индекс ММВБ снизился на 18%).

Несмотря на значительное снижение в цене рискованных активов, особое внимание привлекает динамика акций крупнейшего независимого производителя газа в России – Новатэка. Как отмечалось в наших месячных обзорах, увеличение капитализации Новатэка обусловлено тем, что рынок, вероятно, закладывает в цену вероятность получения доступа к экспорту газа после появления в прессе информации о ведении переговоров о покупке доли компании в одном из крупнейших импортеров газа в Германии. Однако при этом остается открытым вопрос о том, каким образом будет реализован экспортный потенциал. Тем не менее, мы считаем это сильным драйвером роста стоимости акций Новатэка, которые выросли на 7% за 3й квартал. Второй немаловажный аргумент в пользу роста акций компании – существенный рост добычи газа в несезонный летний период. Мы полагаем, что при продолжении впечатляющего как

органического, так и неорганического роста финансовые показатели будут пересмотрены в сторону повышения, инвестиционная привлекательность компании возрастет. Что касается вопроса о росте тарифов на газ, то, скорее всего, повышение будет не с 1 января 2012 г., а с 1 июля 2012 г. и при этом повышение составит не более 15%. В результате это приведет к снижению финансовых показателей газодобывающих компаний, но лишь маргинально. Также остается неопределенным уровень роста тарифа на транспортировку газа Новатэком, при этом на текущий момент диапазон составляет от 6% до 12% с 1 июля 2012 г. В конце сентября стало известно об исполнении опциона на приобретение Новатэком оставшихся 49% в проекте Ямал, что было ожидаемо. При этом менеджмент компании планирует до конца года привлечь в проект партнеров для его разработки, финансирования первоначальных капвложений. Новатэк по-прежнему является нашим top-pick в нефтегазовом секторе.



Телекоммуникации, медиа и ИТ

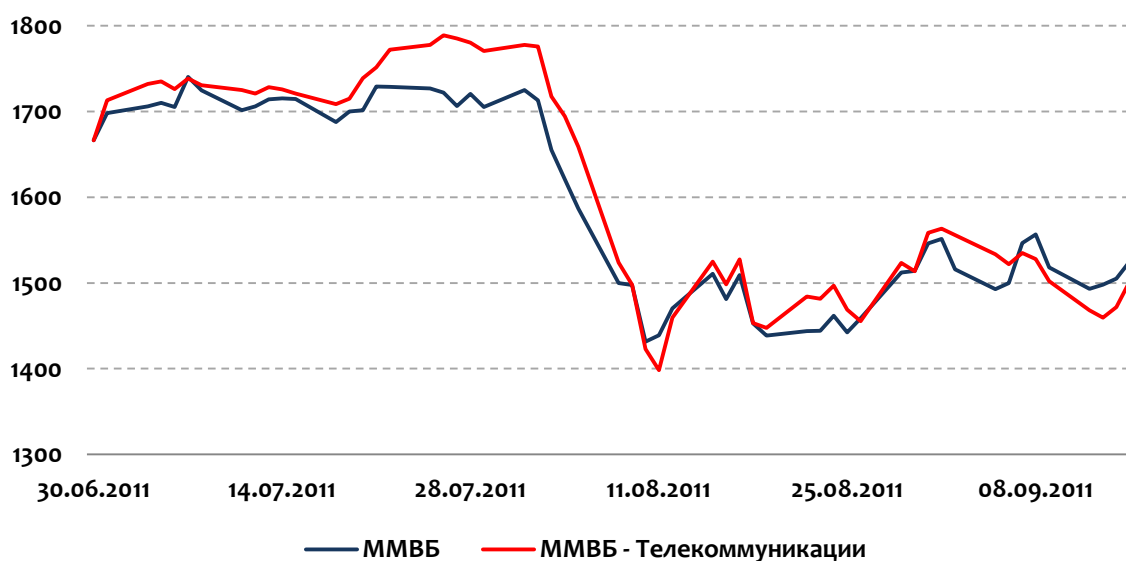
На протяжении 3-го квартала мы постепенно увеличивали долю акций компаний, ориентированных на сегмент рекламного бизнеса, как ТВ, так и интернет, замещая при этом акции транспортных компаний. В первую очередь, это относится к СТС Медиа и Яндекс. В настоящее время мы продолжаем увеличивать долю акций мобильных операторов и компаний, оказывающих услуги в области информационных технологий.

В ситуации повышения неприятия к риску лучше рынка выглядели акции операторов мобильной и фиксированной связи, имеющих низкую бету по отношению к широкому рынку акций, в тоже время ожидания относительно замедления экономического роста на фоне кризиса суверенных долгов в Европе негативно могут повлиять на бизнес рекламодателей, характеризующийся цикличностью. Так, например, акции СТС Медиа снизились почти вдвое за квартал. Несмотря на достаточно сильные финансовые результаты за 2 квартал 2011 г., СТС Медиа снизила прогноз роста выручки в 2011 г. с 20% до 15%, что, вероятнее всего, связано с ухудшением доли аудитории главного телеканала СТС. На наш взгляд, это может носить сезонный характер, и ожидаем постепенное улучшение ситуации в осенние месяцы. Кроме того, на сентимент негативно повлияло решение Pepsi Co приостановить до конца текущего года рекламный бизнес. Тем не менее, с учетом низкой стоимости компании по финансовым мультипликаторам

мы считаем инвестиции в акции СТС Медиа весьма привлекательными в долгосрочной перспективе. В тоже время мы считаем, что в более выгодном положении при этом является ставка на сегмент интернет-рекламы (контекстная и дисплейная реклама, монетизация социальных сетей). Однако резкое падение акций Яндекса на фоне сокращения доли в сегменте поисковых запросов с мая текущего года с 65% до 61% частично оправдывает наши опасения относительно усиления конкуренции со стороны Google. Мы не исключаем продолжение данной тенденции, что, в конечном счете, вероятнее всего, может привести к росту расходов на маркетинг и сокращению маржи бизнеса.

Включение акций Ростелекома в индекс MSCI, безусловно, оказало значительную поддержку котировкам, хотя после этого их волатильность возросла наряду с рынком в целом. Спрэд между обыкновенными и привилегированными акциями оператора фиксированной связи сократился после возобновления разговоров о возможной продаже 25% пакета в Связьинвесте. При этом часть денежных средств может быть направлена на выплату дополнительных дивидендов, повышая при этом потенциальную доходность префов. Помимо привилегированных акций Ростелекома мы отдаем предпочтение акциям Армады, растущей как органически, так и за счет приобретений компании сектора информационных технологий и делающей акцент на разработке программного обеспечения. Это объясняется тем, что порядка 70% выручки обеспечивается заказами со стороны правительства и, на наш взгляд, выручка и маржинальность бизнеса наименее чувствительны к внешним факторам.

Индексы ММВБ и ММВБ-телекоммуникации



Информация раскрывается на сайте www.raiffeisen-capital.ru и в «Приложении к Вестнику ФСФР». Получить подробную информацию о паевых инвестиционных фондах и ознакомиться с правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и иными документами можно по тел.: (495) 745-52-10, по адресу: 115054, г. Москва, Стремянный переулок, д.38. Агент по принятию заявок на осуществление операций с инвестиционными паями: ЗАО «Райффайзенбанк» лицензия ФКЦБ России № 177-02900-100000 от 27.11.2000 г., срок действия лицензии не ограничен. Место нахождения: РФ, 129090, г. Москва, ул. Троицкая, 17/1, тел.: (495) 721-91-00, 8 (800) 700-91-00. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Номера и даты регистрации правил в ФСФР России: ОПИФ «Райффайзен – Акции» - 0241-74050443 от 04.08.2004; ОПИФ «Райффайзен – Облигации» - 0242-74050284 от 04.08.2004; ОПИФ смешанных инвестиций «Райффайзен – Сбалансированный» - 0243-74050367 от 04.08.2004; ОПИФ фондов «Райффайзен – США» - 0647-94120199 от 26.10.2006; ОПИФ акций «Райффайзен – Потребительский сектор» - 0986-94131808 от 20.09.2007; ОПИФ акций «Райффайзен – Сырьевой сектор» - 0987-94132127 от 20.09.2007; ОПИФ акций «Райффайзен – Телекоммуникации и Транспорт» - 0988-94131961 от 20.09.2007; ОПИФ акций «Райффайзен – Электроэнергетика» - 0981-94132044 от 20.09.2007; ОПИФ индексный

«Райффайзен – Индекс ММВБ» - 0983-94131725 от 20.09.2007; ОПИФ смешанных инвестиций «Райффайзен – Индустриальный» - 0984-94131889 от 20.09.2007; ИПИФ товарного рынка «Райффайзен – Драгоценные металлы» - № 1953-94168467 от 27.10.2010 г; ИПИФ акций «Райффайзен – Фонд акций второго эшелона» - № 1952-94168384 от 27.10.2010 г.; ОПИФ акций «Райффайзен – БРИК» - № 2063-94172606 от 22.02.2011 г.; ОПИФ фондов «Райффайзен – Азия» - № 2075-94172523 от 03.03.2011 г. Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем. Взимание скидок уменьшает доходность вложений в инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов. Ни государство, ни управляющая компания не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды ООО «УК «Райффайзен Капитал» - лицензия ФСФР России № 21-000-1-00640 от 21.04.2009 г.