

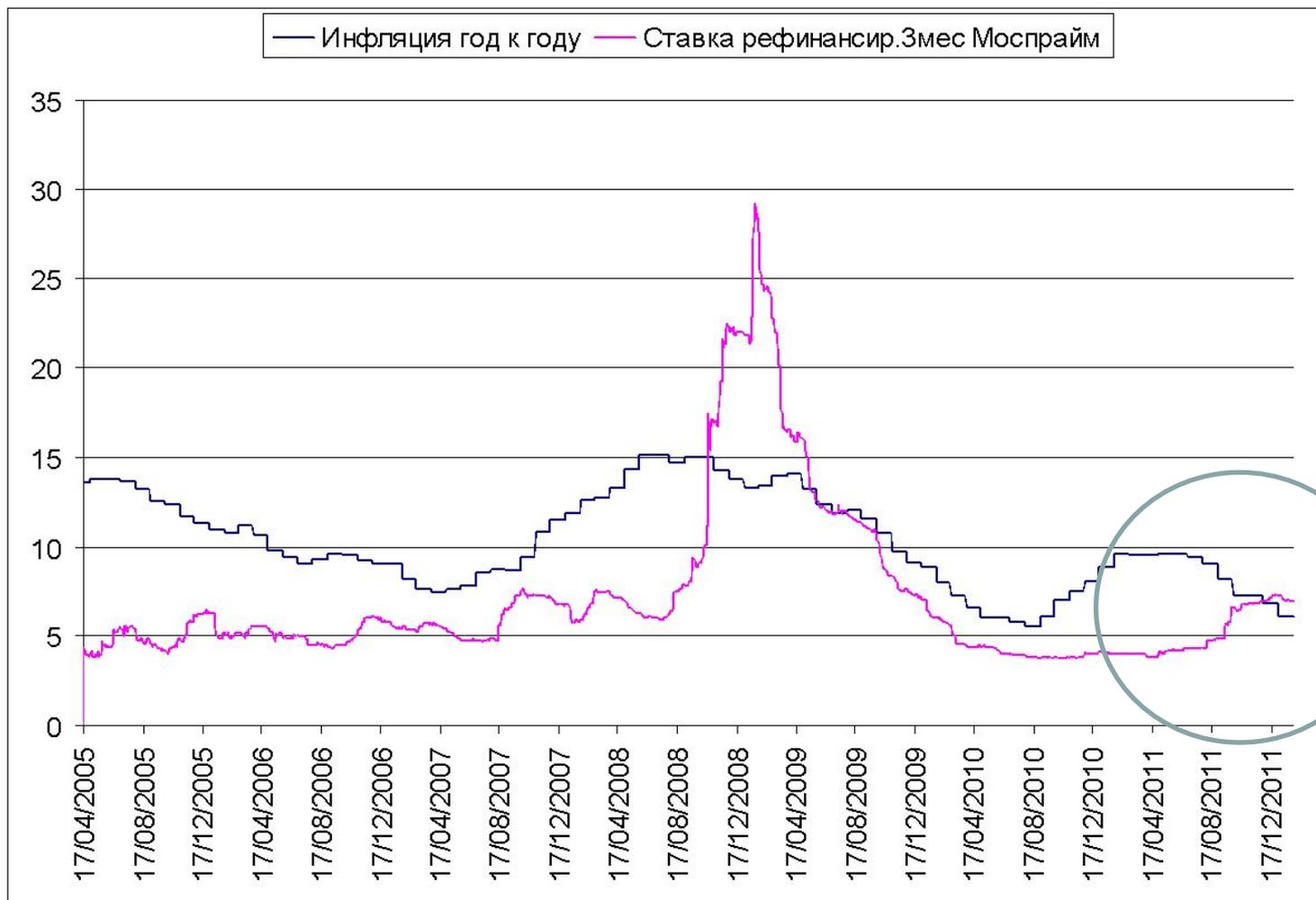
Россия – в 2012

Февраль 2012
Ованес Оганисян



Тройка Диалог

Жизнь в условиях реально положительных ставок



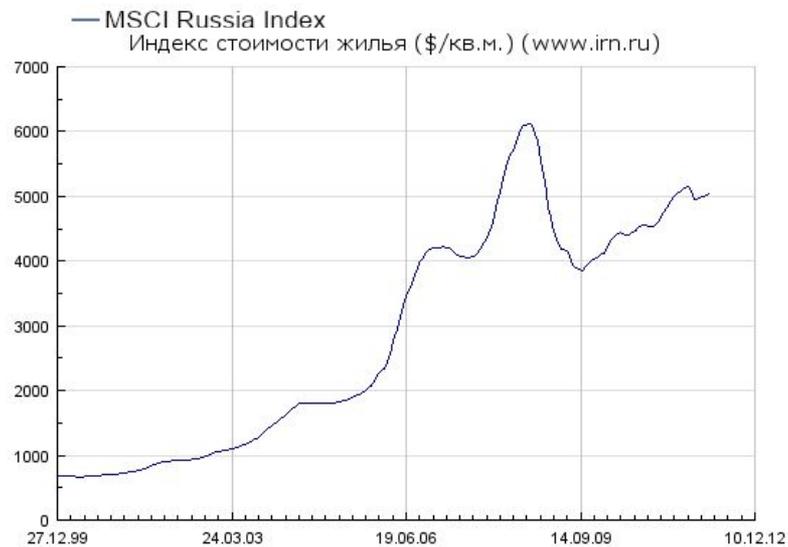
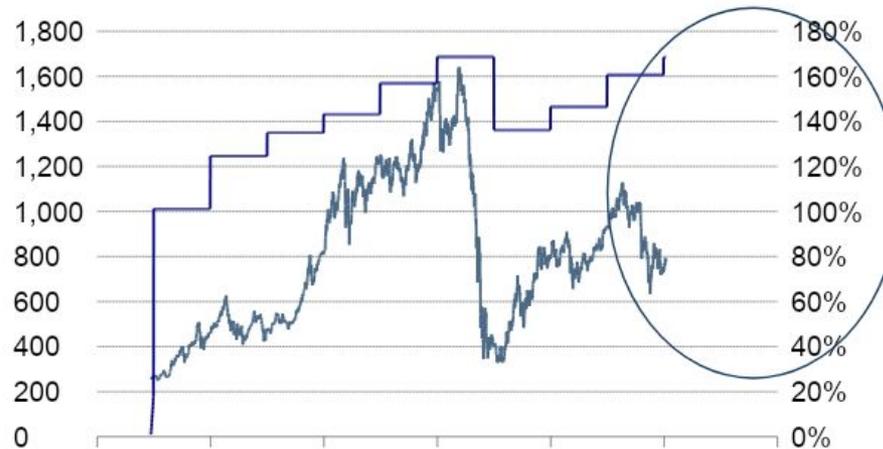
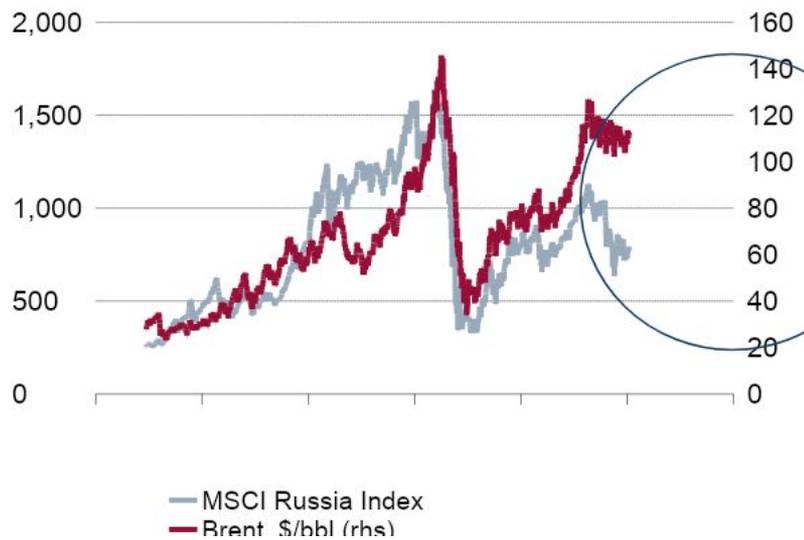
Основные макроэкономические показатели

	2010	2011о	2011ф	2012о
ВВП	4,3%	4%	4,5%	4%
Промышленное производство	8,2%	5%	5%	4,5%
Инвестиции в основные фонды	5,8%	7%	6%	5%
Частное потребление	5,1%	4,5%	6%	4,5%
Розничный сектор	6,3%	8,1%	–	–
Номинальные зарплаты*	12,2%	12,7%	13,7%	10,4%
Реальные зарплаты*	5,3%	–	6,2%	4,8%
ИПЦ на конец года	8,8%	7,5%	6,1%	5%
ИПЦ*	6,9%	–	7,5%	5,6%
Рубль / доллар*	30,4%	31,7%	29,4%	32,6%
Рубль / евро	40,3%	41,2%	40,9%	42,7%

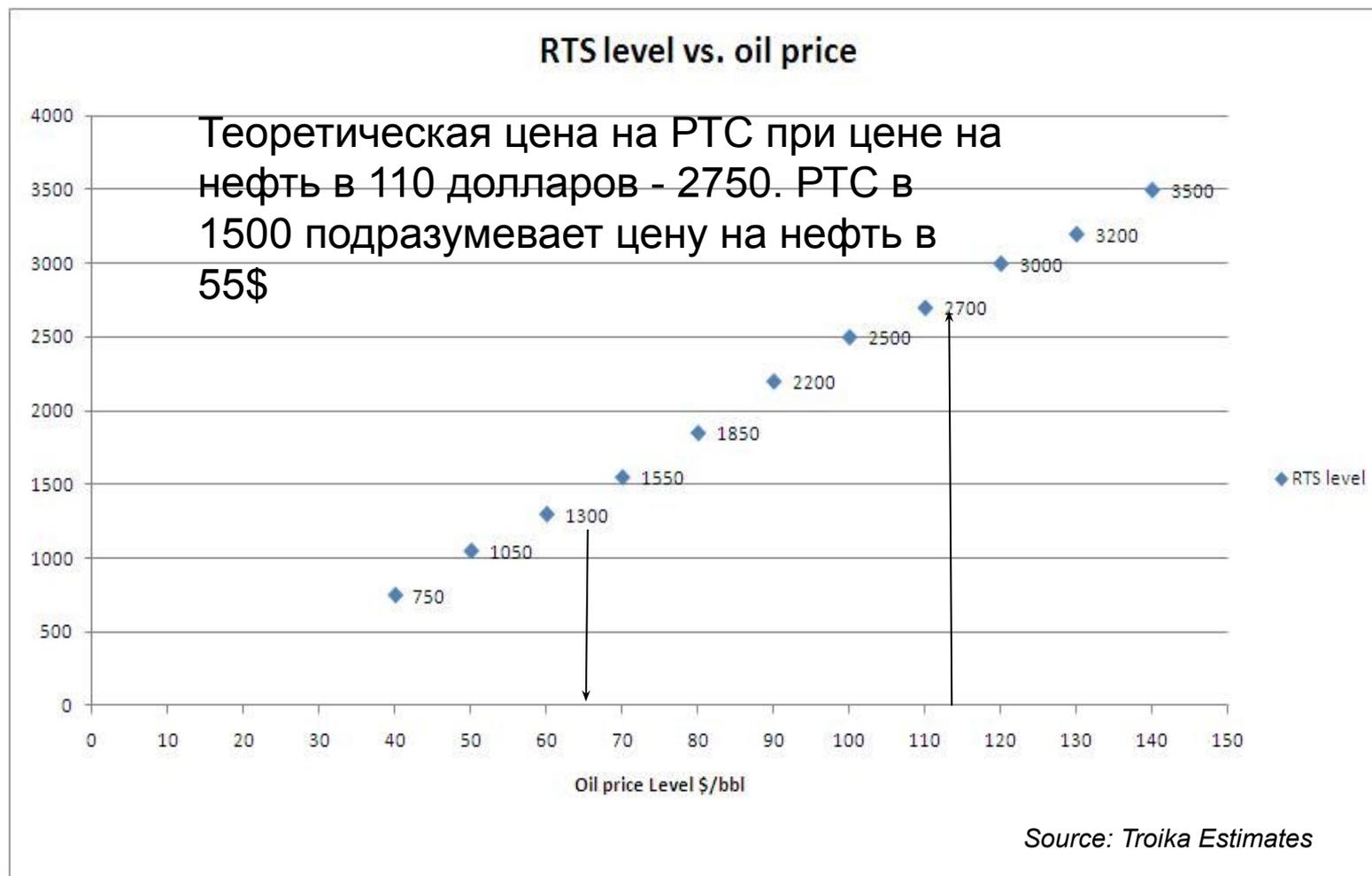
Индекс РТС	1 446,5
Индекс РТС – целевой уровень	2 200,0
Потенциал роста	52,1%
Индекс ММВБ	1 463,4
Целевой уровень Индекса ММВБ	2 100,0
Потенциал роста	43,5%
2012о P/E – внутренний рынок	6,4
2013о P/E – внутренний рынок	5,5
2012о P/E – экспортеры	5,1
2013о P/E – экспортеры	5,4
2012о P/E – весь рынок	5,5
2013о P/E – весь рынок	5,5
2012о P/E – среднее по EM	8,5
2013о P/E – среднее по EM	7,7
Рост EPS за 2012о – внутренний рынок	18,0%
Рост EPS за 2012о – экспортеры	-9,0%
Рост EPS за 2012о – среднее по EM	8,0%

	2011о	2012о
ВВП, \$млрд.	1 813	1 780
Рост ВВП	4,5%	4,0%
Профицит (дефицит) бюджета / ВВП	0,8%	-0,5%
Рост пром. производства	5,0%	4,5%
Рост инвестиций	6,0%	5,0%
ИПЦ	6,1%	5,0%
Счет текущих операций, \$ млрд.	120	70
Средний курс "рубль / доллар"	29,40	32,60
Средний курс "рубль / евро"	40,90	42,70
Средняя цена Юралз, \$ / барр.	109	100

Рынок акций, недвижимость, цена на нефть и рост экономики



РТС Цена и стоимость



РТС – идеальная ставка практически на все, что происходит в мире финансов

Расхождение в цене и стоимости объясняется тем, что российский рынок реагирует абсолютно на все возможные риски больше всех

Бета-коэффициенты стран, входящих в индексы MSCI, относительно развивающихся, американских и европейских рынков, а также основных сырьевых товаров

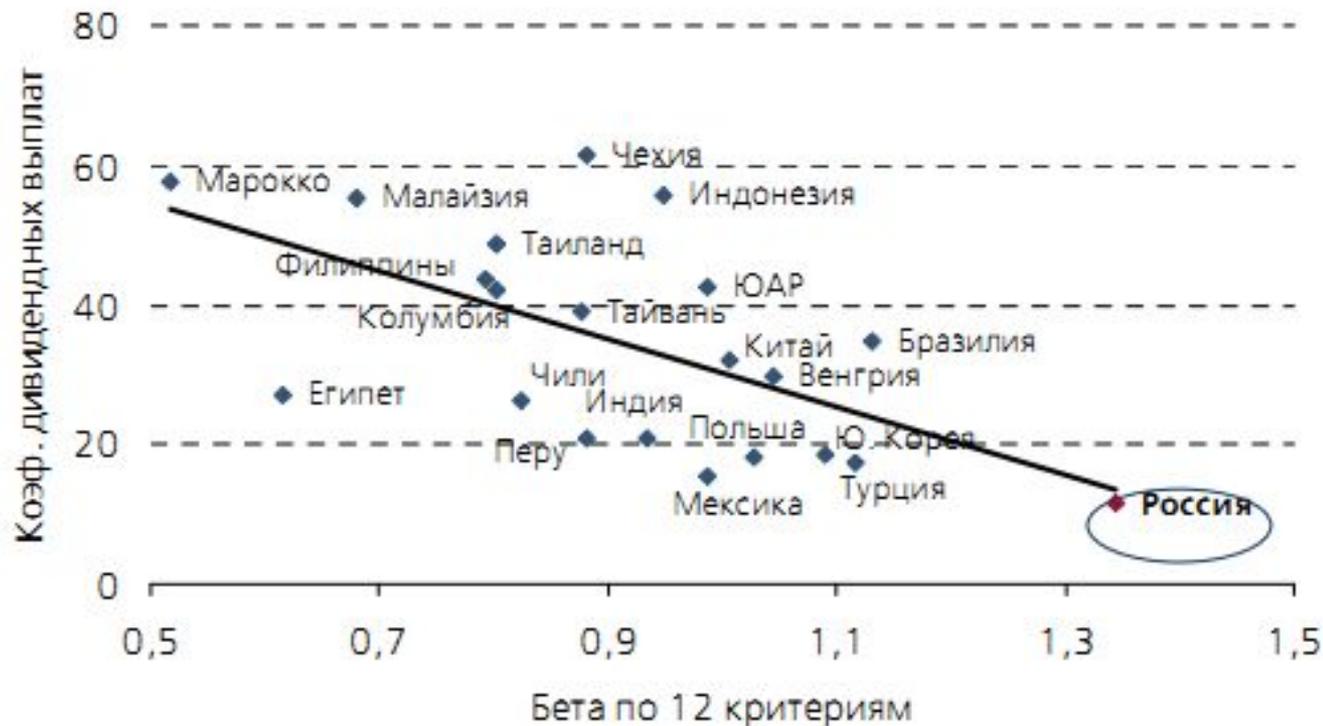
	Бета-коэффициента у составляющих индекса MSCI относительно										
	GEM	DJA	DAX	Eurostoxx 50	Нефть	Золото	Медь	ArcelorMittal	Локальный рынок Китая	USD/EUR	Среднее
Россия	1,34	1,37	1,10	1,07	0,75	0,64	0,85	0,71	0,55	1,55	0,99
Бразилия	1,13	1,26	0,97	0,96	0,59	0,61	0,76	0,63	0,54	1,30	0,87
Польша	1,03	1,09	0,91	0,92	0,63	0,59	0,75	0,59	0,60	1,53	0,86
Венгрия	1,04	1,05	0,91	0,95	0,56	0,59	0,68	0,55	0,52	1,55	0,84
Турция	1,09	1,09	0,91	0,92	0,54	0,52	0,68	0,57	0,54	1,23	0,81
Южная Корея	1,12	1,05	0,87	0,86	0,53	0,54	0,69	0,54	0,58	1,05	0,78
ЮАР	0,99	0,97	0,83	0,84	0,53	0,71	0,67	0,54	0,48	1,21	0,78
Мексика	0,99	1,16	0,88	0,89	0,52	0,56	0,67	0,56	0,47	1,03	0,77
Китай	1,01	0,90	0,77	0,76	0,52	0,61	0,68	0,56	0,78	1,08	0,77
Перу	0,88	0,81	0,72	0,74	0,52	0,92	0,61	0,48	0,46	1,14	0,73
Индонезия	0,95	0,83	0,76	0,78	0,52	0,63	0,62	0,51	0,57	1,10	0,73
Чехия	0,88	0,86	0,77	0,80	0,50	0,55	0,60	0,50	0,46	1,32	0,72
Индия	0,93	0,88	0,77	0,77	0,50	0,55	0,58	0,50	0,53	1,01	0,70
Чили	0,82	0,91	0,73	0,74	0,43	0,50	0,61	0,49	0,48	0,92	0,66
Таиланд	0,80	0,73	0,64	0,64	0,47	0,60	0,58	0,46	0,55	0,93	0,64
Колумбия	0,80	0,87	0,70	0,72	0,45	0,45	0,57	0,48	0,46	0,87	0,64
Тайвань	0,88	0,78	0,67	0,68	0,46	0,48	0,58	0,46	0,53	0,83	0,64
Филиппины	0,79	0,78	0,65	0,65	0,46	0,48	0,55	0,47	0,49	0,75	0,61
Малайзия	0,68	0,61	0,55	0,56	0,43	0,51	0,50	0,43	0,50	0,70	0,55
Марокко	0,52	0,46	0,50	0,50	0,41	0,50	0,42	0,40	0,40	1,05	0,52
Египет	0,61	0,53	0,53	0,54	0,41	0,37	0,44	0,39	0,44	0,64	0,49

Примечание. Среднее значение бета-коэффициента, рассчитанное исходя из значений коэффициента у составляющих индекса MSCI за 10-летний период торгов на основе еженедельных торговых результатов в долларах.

Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Коэффициент дивидендных выплат против коэффициента бета

Коэффициент дивидендных выплат развивающихся стран и бета-коэффициент



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Оценки по странам

Country	PE 2011	EPS Growth 2011	PE 2012	EPS Growth 2012
India	13.76	1.0	11.9	15.8
Chile	15.16	4.0	13.2	15.2
Hong Kong	11.58	20.3	12.9	6.3
Malaysia	14.96	10.1	13.3	12.3
United States	12.58	15.5	11.3	11.6
Taiwan	15.40	-16.6	12.4	24.9
Philippines	14.94	7.2	13.3	12.5
Morocco	14.39	-0.7	12.8	12.1
Indonesia	13.93	20.5	12.1	15.1
China	8.72	13.5	7.8	12.3
Poland	8.57	24.9	8.8	-2.6
Peru	10.65	37.7	9.5	5.3
South Africa	12.55	24.7	9.9	26.3
Israel	8.58	9.0	7.7	10.0
Brazil	8.57	6.7	7.9	8.1
EM	10.0	10.4	8.9	12.6
Hungary	8.07	3.4	7.0	15.5
United Kingdom	9.66	15.0	8.8	9.8
Jordan	9.70	10.5	10.6	-8.6
Thailand	10.57	17.5	9.4	10.3
Argentina	7.14	18.4	6.3	13.9
Egypt	9.26	9.1	7.7	21.0
Korea	9.48	14.8	8.4	12.6
Turkey	10.35	-7.5	8.9	15.8
Pakistan	7.12	18.6	6.4	12.7
Lebanon	7.80	9.00	7.1	8.0
RUSSIA	4.61	24.2	4.8	-3.5

*Russia in 2011 ex-oil and gas
growth 25%
2012 ex- oil and gas 25%

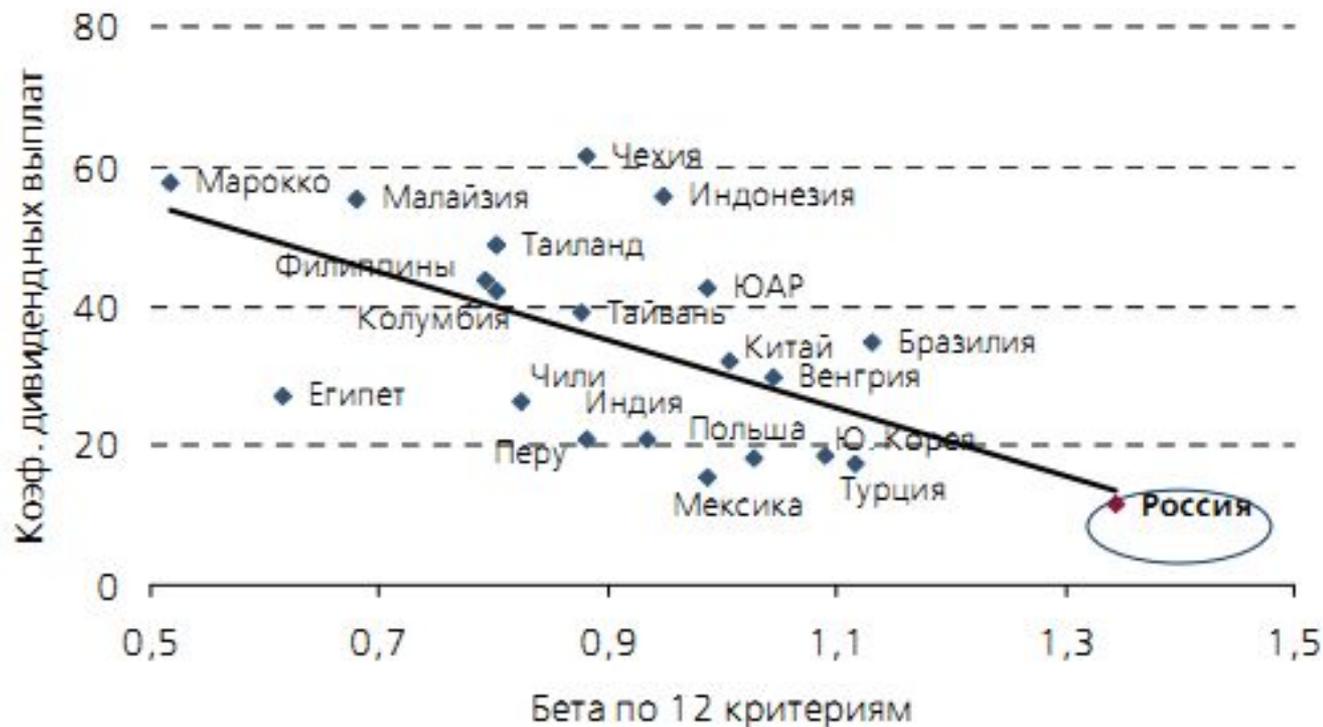
Оценки по секторам

Sector	Russia								Emerging markets			Developed Markets		
	PE 2011	-Discount / Premium Russia to EM	-Discount / Premium Russia to DM	Growth 2011	PE 2012	-Discount / Premium Russia to EM	-Discount / Premium Russia to DM	Growth 2012	PE 2011	PE 2012	Growth 2012	PE 2011	PE 2011	Growth 2012
Consumer Goods	23.0	13%	53%	20.0	16.0	-6%	16.4%	79.0	20.3	17.1	18.5	15.0	13.7	9.3
Energy Sector	3.6	-44%	-65%	21.2	3.9	-39%	-59%	-7.7	6.4	6.3	1.0	10.1	9.5	6.8
Financials Sector	12.0	35%	19.9%	60.1	5.3	-34%	-38.7%	5.6	8.9	8.0	10.9	10.0	8.6	17.1
Materials Sector	9.5	10%	-6%	23.2	8.4	14%	-5%	12.8	8.7	7.4	16.9	10.2	8.9	13.8
Telecommunication Services Sector	10.3	-15%	-13%	34.7	8.9	-20%	-20.0%	16.6	12.1	11.0	10.1	11.9	11.1	7.3
Utilities Sector	11.6	-4%	-27%	-12.0	10.1	0%	-23%	13.9	12.1	10.2	30.0	15.9	13.1	21.1

Source: Thomson

Коэффициент дивидендных выплат против коэффициента бета

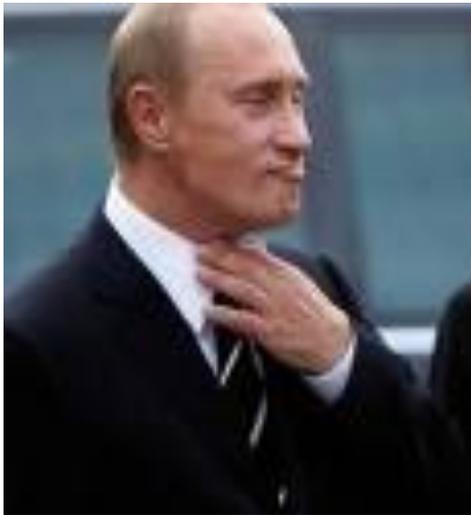
Коэффициент дивидендных выплат развивающихся стран и бета-коэффициент



Источник: Bloomberg, Тройка Диалог

Президентские выборы в марте вероятность второго тура растет

Putin– $x\%$



Zorro– $y\%$



$$x+y=100\%$$

РТС в предвыборный год и в год выборов

Год	Динамика РТС %
1995	-18%
1999	197%
2003	58%
2007	19%
2011	-22%

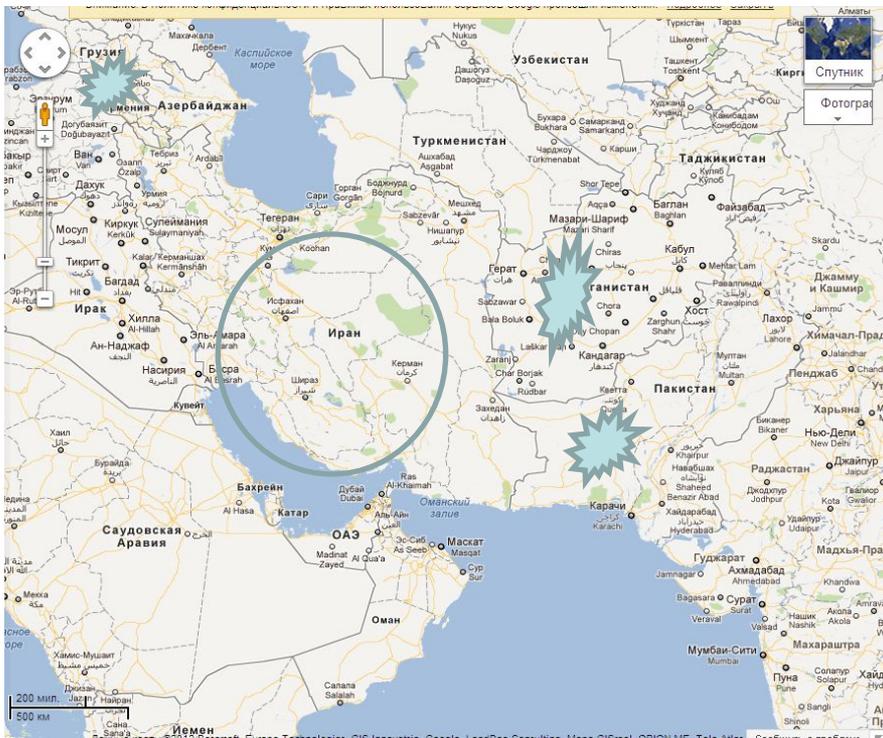
Год	Динамика РТС %
1996	142%
2000	-18%
2004	8%
2008	-72%
2012	Пока 9%

Процесс передачи власти в России все еще в процессе становления

Russia's leaders – A historical perspective			
Russian leader	Ruled from	Ruled until	Term (years)
Rurik	862	879	17
Oleg of Novgorod	879	882	3
Igor of Kiev	913	945	32
Olga of Kiev (regent)	945	962	17
Sviatoslav I	962	972	10
Yaropolk I	972	980	8
Vladimir the Great	980	1015	35
Sviatopolk the Accursed	1015	1019	4
Yaroslav the Wise	1019	1054	35
Iziaslav I of Kiev	1054	1068	14
Vseslav of Polotsk	1068	1069	1
Iziaslav I of Kiev (second time)	1069	1073	4
Sviatoslav II of Kiev	1073	1076	3
Iziaslav I of Kiev (third time)	1076	1078	2
Vsevolod I of Kiev	1078	1093	15
Sviatopolk II of Kiev	1093	1113	20
Vladimir II Monomakh	1113	1125	12
Mstislav the Great	1125	1132	7
Daniil	1283	1303	20
Yuriy, son of Alexander Nevsky	1303	1325	22
Ivan I Kalita (the Moneybag)	1325	1340	15
Simeon the Proud	1340	1353	13
Ivan II	1353	1359	6
Dmitry I of the Don	1359	1389	30
Vasiliy I	1389	1425	36
Vasiliy II Tyomniy (the Blind)	1425	1462	37
Ivan III the Great	1462	1505	43
Vasiliy III	1505	1533	28
Ivan IV the Terrible	1533	1584	51
Feodor I	1584	1598	14
Boris Godunov	1598	1605	7
Feodor II	1605	1605	0.1
False Dmitry	1605	1606	1
Vasiliy IV	1606	1610	4
False Dmitry II	1607	1610	3
False Dmitry III	1611	1612	1

Russia's leaders – A historical perspective			
Russian leader	Ruled from	Ruled until	Term (years)
Michael I	1613	1645	32
Alexis I	1645	1676	31
Feodor III	1676	1682	6
Ivan V	1682	1696	14
Peter I the Great	1682	1725	43
Catherine I	1725	1727	2
Peter II	1727	1730	3
Anna	1730	1740	10
Ivan VI	1740	1741	1
Elizabeth	1741	1762	21
Peter III	1762	176	0.001
Catherine II the Great	1762	1796	34
Paul I	1796	1801	5
Alexander I the Blessed	1801	1825	24
Constantine I (disputed)	1825	1825	0.08
Nicholas I	1825	1855	30
Alexander II the Liberator	1855	1881	26
Alexander III the Peacemaker	1881	1894	13
Nicholas II	1894	1917	23
Lenin	1917	1924	7
Stalin	1925	1953	28
Khrushchev	1953	1964	11
Brezhnev	1966	1982	16
Andropov	1982	1984	2
Chernenko	1984	1985	1
Gorbachev	1985	1991	6
Yeltsin	1991	2000	9
Putin	2000	2008	8
Medvedev	2008	2012	4

Иран



Израиль



Россия в ВТО

EU Backs Russia In WTO Bid



U.S. President Barack Obama (R) and Russian President Dmitry Medvedev walk from the White House on their way to the U.S. Chamber of Congress to discuss trade issues after their meeting in Washington on June 24, 2010.

Workshop on Georgia and Russia's WTO Accession

November 19, 2010



Economic growth effects as a percentage of regional GDP



Source: Russian WTO accession: Achievements, impacts, challenges, by David G. Tarr

Эффекты на секторах от присоединения к ВТО

Effects of WTO accession, by sector	
Gas producers	Overall positive effect from modernisation of bureaucracy. Slightly negative for Gazprom, as its share of exports could decline, but would likely catalyse reform of Gazprom into distribution and production. Also positive for Gazprom's domestic prices.
Oil producers	Overall slightly positive. Export taxes are allowed in the WTO, but export quotas are not. But talk of change will catalyse an optimal export tax solution in the sector.
Metals and mining	Could be somewhat positive for metals and mining stocks, which sometimes come under pressure from the government. Potentially negative for pipe producers.
Fertiliser producers	Somewhat positive for fertiliser producers, as domestic prices are likely to grow.
Consumer goods	Somewhat positive, as consumption will increase on the back of a positive economic effect. Positive for importers.
Automotive, engineering and aircraft producers	Slightly negative for automotive and aircraft producers, which have not yet modernised and have yet to roll out products that can compete according to global standards.
Electricity generation	No immediate impact. Somewhat positive in the medium term, as it could keep pressure on capex costs. Eventually would facilitate the interconnection of the grid with surrounding countries, at which time Ukraine could sell excess electricity to Russia. Potential price differential with international prices will be lost.
Banks, insurance	Slightly negative for banks and insurance companies, if restrictions on foreign banks are dropped.
Agriculture	Somewhat negative, as pressure from competition is likely to increase. Fertiliser prices will rise.
Telecoms	Positive for telecoms, as capex costs would be lower.
Airlines	Positive for smaller airlines, which would be able to import aircraft. Neutral for Aeroflot, as the benefits of a drop in import duties on new aircraft would be offset by increased competition and some loss of revenue.

Source: Renaissance Capital estimates

Планы приватизации пока откладываются, но могут набрать обороты если либералы будут преобладать в следующем правительстве

Tentative privatisation plans 2012E-17E

	Current state stake, %	MktCap, \$bn	Final stake of state	Market value of state holdings to be sold eventually, \$mn
Rushydro	57.97	12.4	0 (Golden share)	7.18828
Rosneft	75.16	71	0 (Golden share)	53.3636
Zarubezhneft	100	not traded	0	na
United Grain Company	100	not traded	0	na
VTB	75.5	26	0	19.63
Sberbank	60	62	na	37.2
Sovkomflot	100	not traded	0	na
Sheremetyevo	100	not traded	0	na
Alrosa	50.93	not traded	0	na
Rostelecom	plans delayed	18	plans delayed	na
Rosselkhozbank	100	not traded	0	na
Rosagroleasing	99.9	not traded	0	na
Aeroflot	51.17	2.2	0	1.12574
State Leasing Company	100	not traded	0	na
Rosnano	100	not traded	90	na
UAC	82.9	1.7	50+1	0.70465
OSK	100	not traded	50+1	na
Uralvagonzavod	100	not traded	75+1	na
Russian Railways	100	not traded	50+1	na
Regional electricity grids	53.69	5.5	0	2.95295
Transneft	78.1	14	50+1	5.467
InterRAO	51	11.2	50+1	4.9

Source: Vedomosti, Renaissance Capital estimates

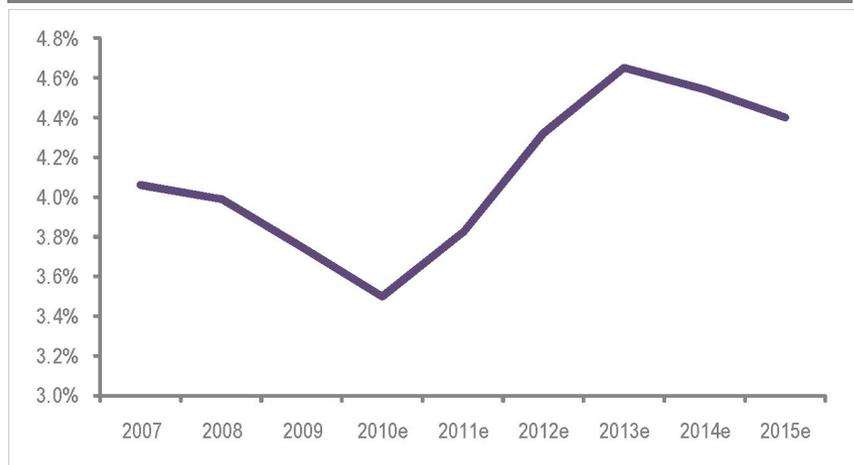
Инфраструктурная тема

Инфраструктурные компании получают дополнительный потенциал на фоне замедления инфляции, и замедления роста экономики в Европе и улучшения профиля затрат в инфраструктурных проектах – мы выделяем потенциал Мостотреста, Транснефти, ФСК

List of High Profile Infrastructure Projects			
Timing	Value, RUBbn	Segment	Project
2010-2013	474	Railways	Construction of the line Prokhorovka-Zhuravka-Chertkovo-Bataisk
2010-2015	334	Railways	Development of the Moscow transport hub
2012-2015	144	Railways	Construction of the Omsk railway hub bypass
2012-2015	126	Railways	Construction of the Polunochnoye-Obsskaya-Salekhard line
2010-2015	84	Ports	Construction of deepwater port in the Kaliningradsky bay
2013-2015	59	Railways	Complete overhaul of bypass segment of the Krasnodar railway junction
2010-2015	47	Ports	Development of water areas for Ust-Luga commercial sea port
2010-2015	31	Airports	Reconstruction of Domodedovo airport
2010-2014	30	Airports	Reconstruction of Sheremetyevo airport
2013-2015	24	Ports	Construction and overhaul of infrastructure facilities at the Vanino sea port
2010-2014	23	Airports	Reconstruction and development of Vnukovo airport

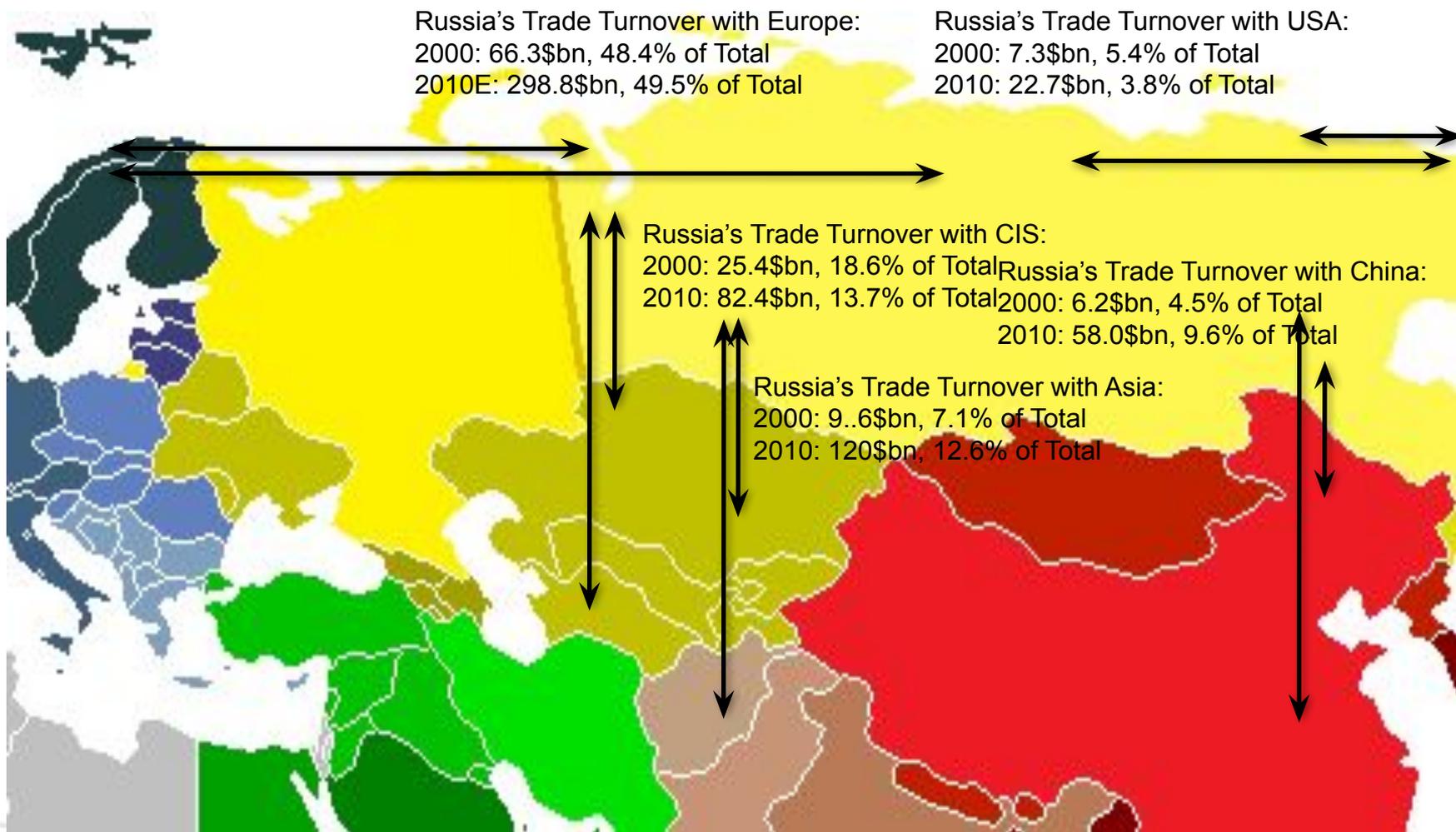
Source: Mostotrest

Construction Infrastructure, % of Gov't Spending



Source: Mostotrest, IMF

Россия в географическом контексте. Торговля с Китаем набирает обороты. Основная разница – Транснефть

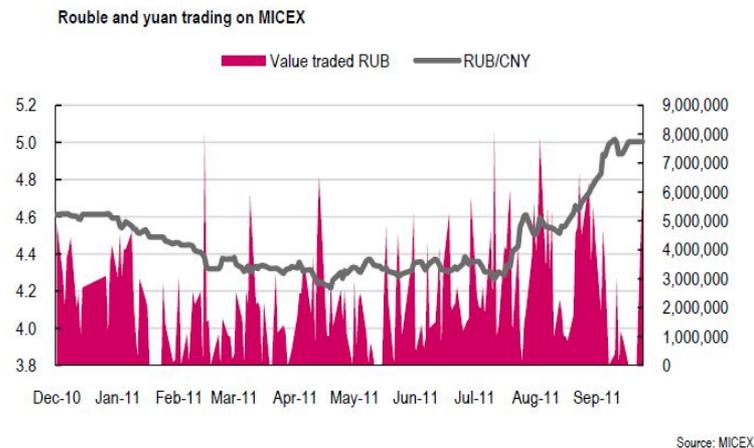


Россия в географическом контексте. Торговля с Китаем набирает обороты. Основная разница – Транснефть

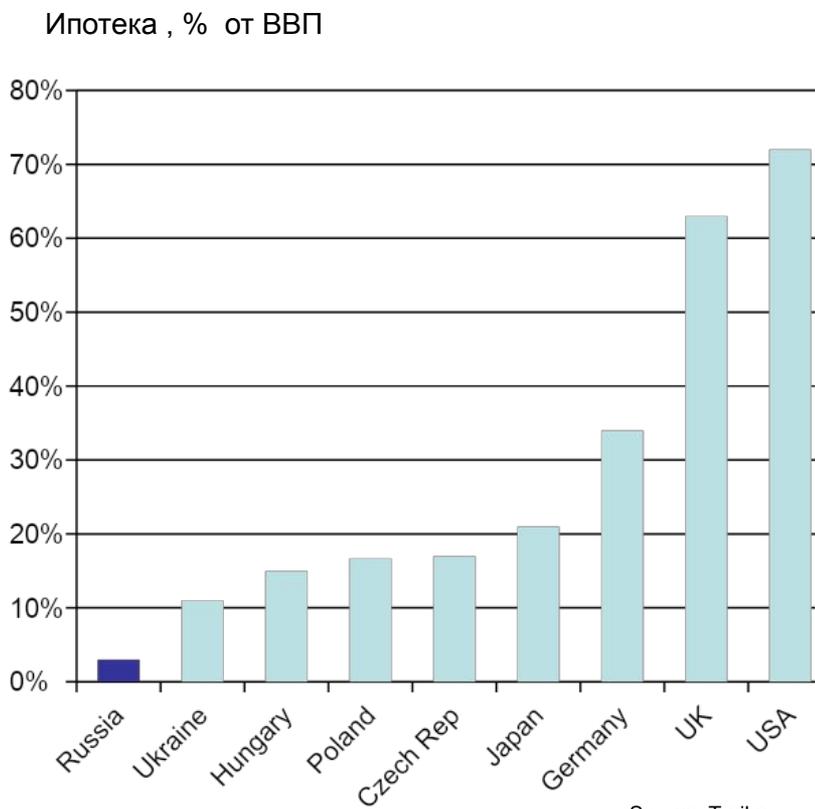
End of the year 2011 trade balance with China will top 75bn\$



Some banks in Russia start taking deposits linked to Yuans



Банковский сектор имеет большой потенциал развития. С ростом среднего класса быстрее всего будет развиваться банковский сектор, строительство и ритейл.



Source: Troika





ФОРУМ **РОССИЯ** 2012

30 ЯНВАРЯ - 3 ФЕВРАЛЯ | МОСКВА | www.therussiaforum.ru

Руководство компании

Председатель совета директоров
Тройки Диалог Рубен Варданян

Главный экономист
Управляющий директор Евгений Гавриленков

Аналитическое управление (495) 258 05 11

Начальник

управления Паоло Занибони (495) 787 23 81

Стратегия

Главный аналитик Крис Уифер (495) 933 98 86

Аналитик Ованес Оганисян (495) 933 98 68

Нефть и газ

Старший аналитик Олег Максимов (495) 933 98 30

Старший аналитик Алекс Фэк (495) 933 98 29

Аналитик Валерий Нестеров (495) 933 98 32

Электроэнергетика

Старший аналитик Александр Котиков (495) 933 98 41

Младший аналитик Андрей Труфанов (495) 933 98 31

Телекоммуникации, ИТ и медиа

Аналитик Анна Лепетушина (495) 933 98 35

Младший аналитик Яна Кузнецова (495) 933 98 34

Металлургия, химическая промышленность

Старший аналитик Михаил Стискин (495) 933 98 39

Аналитик Ирина Лапшина (495) 933 98 52

Аналитик Антон Румянцев (495) 933 98 40

Младший аналитик Александр Левинский (495) 258 05 11

Машиностроение, компании малой и средней капитализации

Аналитик Михаил Ганелин (495) 933 98 51

Аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

Младший аналитик Иван Беляев (495) 933 98 53

Финансовый сектор

Старший аналитик Эндрю Кили +44 (20) 7936 0439

Потребительский сектор

Старший аналитик Михаил Красноперов (495) 933 98 38

Аналитик Георгий Тараканов (495) 933 98 58

Младший аналитик Артур Галимов (495) 933 98 33

Младший аналитик Мария Суханова (495) 933 98 56

Недвижимость

Старший аналитик Юлия Гордеева, CFA (495) 933 98 46

Аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

Транспорт

Аналитик Михаил Ганелин (495) 933 98 51

Аналитик Игорь Васильев (495) 933 98 42

Анализ рынка

Аналитик Надежда Киреева (495) 933 98 55

Экономика

Старший экономист Антон Струченевский (495) 933 98 43

Младший экономист Сергей Коныгин (495) 933 98 48

Долговые бумаги

Руководитель группы Александр Кудрин (495) 933 98 47

Старший аналитик Алексей Булгаков (495) 933 98 66

Аналитик Екатерина Сидорова, CFA (495) 933 98 49

Аналитик Сергей Гончаров (495) 933 98 54

Младший аналитик Николай Минко (495) 933 98 57

Украина

Старший аналитик Роман Захаров +38 (044) 207 37 80

Экономист Ирина Пионтковская

Старший аналитик Евгений Гребенюк

Старший аналитик Иван Харчук

Старший аналитик Сергей Невмержицкий

Аналитик Александр Целенда

Аналитик Мария Репко

Казахстан

Аналитик Заурбек Жунисов

Аналитик Айнура Медеубаева



Тройка Диалог

Настоящий аналитический отчет подготовлен Тройкой Диалог или ее аффилированным лицом, указанным в настоящем отчете, и содержит информацию только общего характера. Содержащиеся здесь информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов, других инструментов или производных на какой-либо из них. Этот отчет не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может получить этот отчет. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовый совет в отношении инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в этом отчете, а также учитывать, что предполагаемые события в будущем могут в действительности не состояться.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем.

Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не предназначена для предоставления налогового совета, не является налоговым советом и не может быть использована кем-либо для предоставления такого совета. Инвесторам необходимо самостоятельно получить налоговый совет у независимого налогового советника, основываясь на их индивидуальных обстоятельствах.

Содержащиеся в настоящем отчете информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые мы, в целом, считаем надежными. Однако, не существует никаких гарантий и не предоставляется никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем отчете, или исправлять неточности.

Время от времени Тройка Диалог, ее аффилированные лица или их сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с ценными бумагами или другими инструментами, упомянутыми в настоящем отчете, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги, действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета компании, упомянутой в настоящем отчете. Тройка Диалог проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение и устранение действительного или потенциального конфликта интересов.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, может быть получена от Тройки Диалог по запросу. Этот отчет не может быть воспроизведен или копирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия Тройки Диалог.

Если прямо не указано обратное, настоящий аналитический отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель отчета, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного отчета вправе использовать данный отчет только в случае, если он является таким допустимым получателем.

© TROIKA DIALOG 2011