

## Кризис откладывается

- Решения, принятые на саммите ЕС 28-29 июня, являются позитивным сигналом для инвесторов, но не означают завершения истории. Европейский долговой кризиса продолжается, и пока что он развивается быстрее, чем успевают действовать регуляторы. Рецессия в Европе, усилившаяся во втором квартале, приводит к тому, что для спасения проблемных стран требуются все большие суммы, а доступных ресурсов становится все меньше. Пока выхода из замкнутого круга не видно.
- Несмотря на сохранение ключевых рисков, связанных с европейским долговым кризисом, июль может оказаться неплохим месяцем для рынков. В этом месяце рынки могут получить дополнительную поддержку со стороны Центробанков. Мы ожидаем роста «аппетита к риску» и рекомендуем несколько увеличить рискованные позиции в портфелях акций. В то же время, не стоит особо увлекаться – слабость мировой экономической конъюнктура делает наблюдаемый рост неустойчивым.
- Мы рекомендуем несколько увеличить уровень риска в портфелях акций, добавив в них металлургию и электроэнергетику. Мы добавляем в инвестиционный портфель акции Распадской, удаляя из него акции МТС. Инвестиционный портфель на сегодняшний день выглядит следующим образом: **Лукойл, Татнефть, Распадская, Акрон, Е.ОН Россия.**
- В спекулятивном портфеле мы заменяем акции РУСАЛа на акции Мечела, исключаем Вымпелком и добавляем МРСК-Холдинг и ФСК ЕЭС. Спекулятивный портфель выглядит следующим образом: **Сургутнефтегаз, НОВАТЭК, Мечел, ФСК ЕЭС, МРСК-Холдинг.**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин  
Nuzhdin\_IA@nomos.ru

Борисов Денис  
Borisov\_DV@nomos.ru

Волов Юрий, CFA  
Volov\_YM@nomos.ru

*Содержание*

Основные характеристики российского рынка акций	3
Целевые уровни и рекомендации	5
Оценка	6
Прогнозы финансовых показателей	7
Последние обзоры НОМОС-БАНКа	8
Нефть: \$ 90 – фундаментальная поддержка	13
Металлургия: первые признаки стабилизации	15
Рекомендации по портфелю	17

### Основные характеристики российского рынка акций

В настоящий момент Аналитический департамент НОМОС-БАНКа вывел в покрытие 46 эмитентов (55 акции с учетом привилегированных), совокупная капитализация которых составляет около \$ 672 млрд., а объем бумаг в свободном обращении – около \$ 200 млрд. (средний free float – 30 %).

По 38 бумагам выставлена рекомендация «покупать», по 12 – «держать», по 1 – «продавать», по 4 – целевые ориентиры отозваны.

Покупать	Держать	Продавать	Отозвана
38	12	1	4
69%	22%	2%	7%

Основные предпосылки, которые мы закладываем в модели: средняя за год цена Urals - **\$ 100**, средний за год курс доллар/рубли – **31.5**.

Средний WACC, который мы используем в долларовых DCF-моделях, составляет 12.7%, в рублевых – 15.8%.

Наша оценка справедливого значения индекса РТС на конец года составляет **1900** пунктов, индекса ММВБ - **1800** пунктов. Таким образом, потенциал роста до своих справедливых значений составляет **35 %** по индексу РТС и **25 %** по индексу ММВБ.

Основные мультипликаторы, с которыми торгуется российский рынок акций:

P/E12 – **4.2**

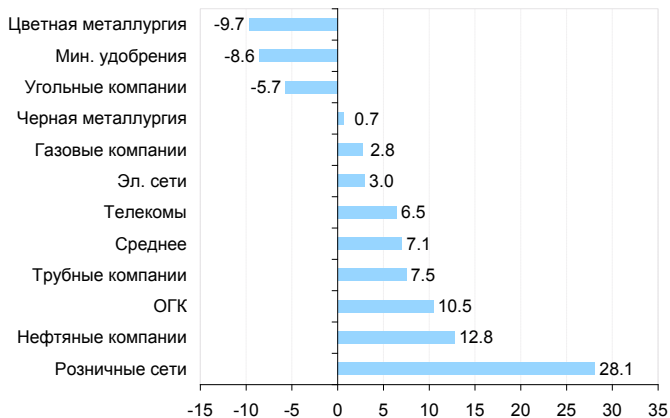
EV/EBITDA12 – **3.0**

Ожидаемая дивидендная доходность (дивиденды за 2012г к текущей капитализации) российского рынка акций составляет **4.3 %**.

## Оценка и динамика по отраслям

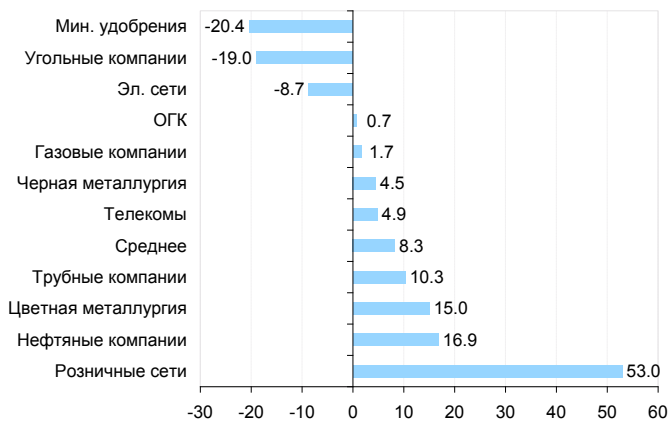
EBITDA CAGR11-13П, %

EV/EBITDA12П



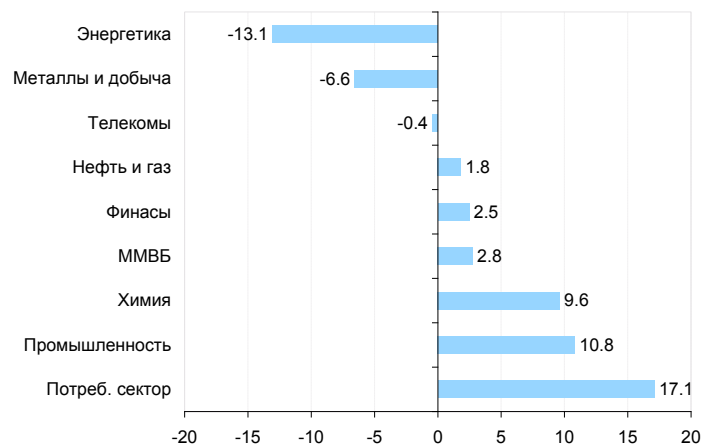
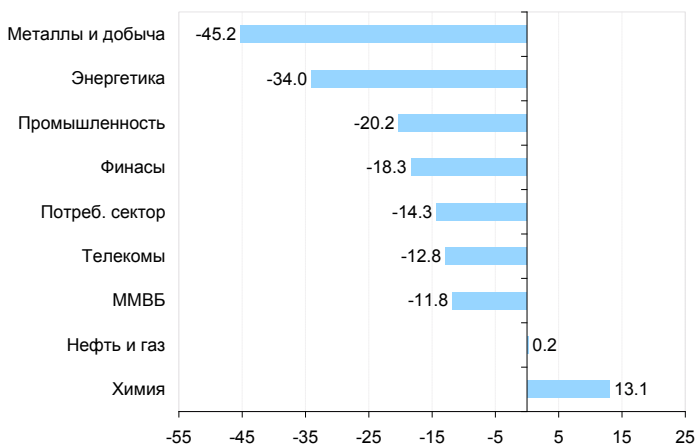
Прибыль CAGR11-13П, %

P/E12П



Отраслевые индексы ММВБ, % 12m

Отраслевые индексы ММВБ, % Ytd



## Целевые уровни и рекомендации

Эмитент	Текущая цена, \$	Целевой уровень, \$	Потенциал, %	Рекомендация	Мсрп, \$ млн.	Net debt, \$ млн.	EV, \$ млн.
ММК	0.31	0.65	109	покупать	3 472	3 976	7 448
Акрон	38.1	76.8	101	покупать	1 548	1 086	2 634
Распадская	2.54	4.86	91	покупать	1 987	433	2 420
ОГК-3	0.0316	0.06	89	покупать	1 505	-1 331	174
Мечел	6.67	12.5	87	покупать	2 775	9 694	12 469
Энел ОГК-5	0.0534	0.1	87	покупать	1 892	858	2 749
Евраз	4.15	7.67	84	покупать	5 556	6 435	11 991
ОГК-1	0.0197	0.036	82	покупать	1 295	-419	876
Сургутнефтегаз	0.88	1.60	81	покупать	31 532	-31 379	153
ИнтерРАО	0.0008	0.0015	74	покупать	8 356	-1 059	7 297
РУСАЛ	5.83	9.51	63	покупать	8 860	11 049	19 909
Э.ОН Россия	0.0776	0.1264	63	покупать	4 894	-705	4 189
НЛМК	1.73	2.75	58	покупать	10 426	3 538	13 964
Лукойл	56.9	89.1	57	покупать	48 401	6 339	54 740
Татнефть, п.а.	2.74	4.3	56	покупать	405		405
Ростелеком, п.а.	2.60	4.01	54	покупать	633		633
АФК Система	19.4	28.8	48	покупать	9 404	12 722	22 126
Башнефть	48.5	70.0	44	покупать	8 263	1 902	10 165
МТС	17.7	25.4	44	покупать	18 308	6 899	25 208
Роснефть	6.57	9.30	42	покупать	69 654	17 950	87 604
Татнефть	5.99	8.30	38	покупать	13 064	2 654	15 718
ВТБ	0.0018	0.0025	37	покупать	19 457		19 457
Газпром	4.92	6.70	36	покупать	116 682	32 250	148 932
Башнефть, п.а.	35.5	47.7	34	покупать	1 231		1 231
Х5	23.5	31.4	34	покупать	6 388	3 915	10 303
Северсталь	12.1	16.1	33	покупать	10 074	3 784	13 858
Газпром нефть	4.67	6.20	33	покупать	22 150	5 783	27 933
Сбербанк, п.а.	2.03	2.68	32	покупать	2 036		
О'КЕЙ	7.85	10.3	32	покупать	2 112	549	2 661
ФСК ЕЭС	0.0069	0.009	30	покупать	8 704	3 291	11 995
Сбербанк	2.81	3.57	27	покупать	60 853		
Сургутнефтегаз, п.а.	0.59	0.75	26	покупать	4 582		4 582
Фосагро	34.5	42.6	23	покупать	4 294	312	4 606
ТМК	12.6	15.0	19	покупать	2 739	3 697	6 436
Группа Дикси	10.2	11.7	15	покупать	1 274	753	2 027
НОВАТЭК	10.7	12.1	13	покупать	32 534	1 638	34 172
Магнит	31	31.7	3	покупать	14 641	1 582	16 224
Мечел, п.а.	4.84	8.23	70	держать	672		672
МРСК Центра	0.0151	0.0231	52	держать	640	577	1 217
Вымпелком	8.19	12.4	52	держать	13 335	26 431	39 766
МРСК Волги	0.0018	0.0028	50	держать	334	155	489
ТНК-ВР Холдинг	2.37	3.50	47	держать	35 644	986	36 630
ТНК-ВР Холдинг, п.а.	2.15	3.00	39	держать	969		969
Холдинг МРСК	0.0574	0.08	39	держать	2 470	4 475	6 945
Ростелеком	3.71	5.01	35	держать	10 932	3 390	14 322
МРСК ЦП	0.0044	0.0059	34	держать	497	597	1 094
МРСК Урала	0.0060	0.0078	30	держать	525	205	731
МОЭСК	0.0394	0.048	22	держать	1 924	1 321	3 244
РусГидро	0.02	0.02	11	держать	7 583	2 384	9 967
ГМК	165	146	-12	продавать	31 507	3 528	35 035

## Оценка

	P/E		EV/EBITDA		FCF yield, %		Div 2012П	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	\$ на акц.	% к цене
Газпром	2.5	2.5	2.1	2.1	16.8	3.9	0.16	3.2
НОВАТЭК	12.8	12.3	9.4	9.0	4.9	2.8	0.20	1.8
Газовые компании	7.7	7.4	5.7	5.5	10.8	3.3	-	-
Роснефть	4.8	5.1	3.3	3.4	10.5	12.0	0.14	2.1
Лукойл	2.6	2.7	2.0	2.0	15.8	16.6	3.20	5.6
Газпром нефть	3.4	4.1	2.6	2.9	13.4	13.0	0.29	6.2
Сургутнефтегаз	3.4	3.6	0.0	0.0	15.2	16.7	0.04	4.7
Сургутнефтегаз, п.а.	-	-	-	-	-	-	0.09	16.0
ТНК-ВР Холдинг	2.9	3.1	2.0	2.1	24.0	24.0	0.48	20.1
ТНК-ВР Холдинг, п.а.	-	-	-	-	-	-	0.48	22.2
Татнефть	3.5	3.5	2.6	2.6	20.1	24.8	0.26	4.3
Татнефть, п.а.	-	-	-	-	-	-	0.26	9.5
Башнефть	3.6	3.4	2.4	2.2	25.7	16.9	6.32	13.0
Башнефть, п.а.	-	-	-	-	-	-	6.32	17.8
Транснефть, п.а.	-	-	-	-	-	-	19.10	1.3
<b>Нефтяные компании</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>17.8</b>	<b>17.7</b>	-	-
Северсталь	7.4	6.3	5.2	4.3	7.9	8.4	0.58	4.8
НЛМК	11.3	8.8	6.7	5.5	3.1	7.5	0.06	3.7
ММК	37.5	8.6	5.8	4.4	7.7	12.0	-	-
Евраз	10.6	6.2	5.0	4.3	10.2	18.6	0.40	9.6
<b>Черная металлургия</b>	<b>16.7</b>	<b>7.5</b>	<b>5.7</b>	<b>4.6</b>	<b>7.2</b>	<b>11.6</b>	-	-
Мечел	13.4	11.4	7.1	6.7	-1.3	-20.2	-	-
Распадская	14.2	7.6	7.0	4.4	-16.2	8.5	0.08	3.3
<b>Уголь</b>	<b>13.8</b>	<b>9.5</b>	<b>7.1</b>	<b>5.5</b>	<b>-8.7</b>	<b>-5.9</b>	-	-
ТМК	6.0	5.9	5.2	5.4	19.9	13.6	0.34	2.7
<b>Трубные компании</b>	<b>6.0</b>	<b>5.9</b>	<b>5.2</b>	<b>5.4</b>	<b>19.9</b>	<b>13.6</b>	-	-
ГМК	8.1	8.4	6.1	6.2	6.6	6.4	5.07	3.1
РУСАЛ	7.4	6.7	9.2	8.6	8.0	6.2	0.00	0.0
<b>Цветная металлургия</b>	<b>7.8</b>	<b>7.5</b>	<b>7.7</b>	<b>7.4</b>	<b>7.3</b>	<b>6.3</b>	-	-
Акрон	6.1	6.0	4.8	4.9	24.0	4.0	3.23	8.4
Фосагро	7.2	7.5	4.1	4.3	11.3	13.3	0.65	1.9
<b>Мин. удобрения</b>	<b>6.7</b>	<b>6.8</b>	<b>4.5</b>	<b>4.6</b>	<b>17.7</b>	<b>8.6</b>	-	-
ОГК-1	12.6	6.4	4.0	2.5	-19.0	-9.0	-	-
ОГК-3	26.0	5.7	1.4	0.4	-36.3	-25.1	-	-
Э.ОН Россия	8.4	7.7	4.6	4.2	5.5	10.7	-	-
Энел ОГК-5	7.4	6.2	5.6	4.8	-6.2	7.1	-	-
ИнтерРАО	14.1	9.4	4.5	3.3	-5.6	7.4	-	-
РусГидро	10.7	8.2	5.8	4.7	-14.4	-8.9	0.0002	0.6
<b>Генерация</b>	<b>13.2</b>	<b>7.2</b>	<b>4.3</b>	<b>3.3</b>	<b>-12.7</b>	<b>-3.0</b>	-	-
Холдинг МРСК	4.1	3.4	2.0	1.7	-100.9	-139.0	-	-
Холдинг МРСК, п.а.	-	-	-	-	-	-	-	-
ФСК ЕЭС	11.0	10.5	4.4	3.8	-33.2	-33.1	-	-
МРСК Волги	3.2	2.3	1.9	1.5	-44.8	-118.3	-	-
МРСК Северо-Запада	9.7	3.9	2.5	1.9	-65.0	-53.0	-	-
МРСК Сибири	-3.5	-6.0	4.9	3.3	-29.8	-25.9	-	-
МРСК Урала	9.2	3.9	3.0	2.1	-45.1	-0.2	-	-
МОЭСК	7.8	5.7	3.4	2.9	-24.0	-22.8	-	-
МРСК Центра и Приволжья	6.4	4.5	4.1	3.5	-4.5	-6.6	-	-
МРСК Центра	4.8	2.9	2.6	2.1	-15.6	-8.8	-	-
Ленэнерго	4.4	11.7	2.7	2.7	-65.0	-252.6	-	-
<b>Сети</b>	<b>5.7</b>	<b>4.3</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>	<b>-42.8</b>	<b>-66.0</b>	-	-
Ростелеком	11.1	9.2	3.8	3.6	8.4	10.7	0.07	1.8
Ростелеком, п.а.	-	-	-	-	-	-	0.16	6.1
МТС	13.8	13.7	4.7	4.4	5.3	8.6	0.93	5.2
Вымпелком	11.5	15.6	4.2	4.1	-3.1	8.3	0.80	9.8
<b>Телекоммуникации</b>	<b>12.1</b>	<b>12.8</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>	<b>3.5</b>	<b>9.2</b>	-	-
АФК Система	9.4	6.9	2.4	2.2	12.9	12.1	0.19	1.0
<b>Многопроф. холдинги</b>	<b>9.4</b>	<b>6.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>12.9</b>	<b>12.1</b>	-	-
Маннит	32.1	22.5	14.2	10.6	-2.8	-1.1	0.17	0.5
Х5	18.3	12.2	7.5	5.9	-10.7	-6.0	-	-
Группа Дикси	27.0	17.9	6.8	5.2	-11.5	-13.4	-	-
О'КЕЙ	16.7	12.1	8.4	6.2	-10.7	-4.3	0.09	1.2
<b>Розничные сети</b>	<b>23.5</b>	<b>16.2</b>	<b>9.2</b>	<b>7.0</b>	<b>-8.9</b>	<b>-6.2</b>	-	-
	P/E		P/BV		ROAE, %		Div 2012П	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	\$ на акц.	% к цене
Сбербанк	5.4	5.7	1.2	1.0	24.7	19.0	0.08	2.9
Сбербанк, п.а.	-	-	-	-	-	-	0.10	5.0
ВТБ	4.5	4.4	0.8	0.7	20.5	17.4	0.00004	2.3
<b>Банки</b>	<b>5.0</b>	<b>5.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>22.6</b>	<b>18.2</b>	-	-

## Прогнозы финансовых показателей

	Прибыль, \$ млн.		ЕБИТДА, \$ млн.		FCF, \$ млн.		CAPEX, \$ млн.	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Газпром	46 526	47 467	69 791	70 889	19 590	4 494	36 573	53 528
НОВАТЭК	2 542	2 653	3 653	3 799	1 581	898	1 511	2 370
Роснефть	14 404	13 639	26 437	26 065	7 285	8 347	15 119	14 522
Лукойл	18 607	17 613	27 755	26 917	7 657	8 054	13 869	14 328
Газпром нефть	6 521	5 444	10 622	9 530	2 960	2 874	5 400	5 400
Сургутнефтегаз	9 373	8 868	12 456	12 028	4 802	5 252	4 852	4 808
ТНК-ВР Холдинг	12 521	11 675	17 964	17 098	8 567	8 546	5 544	6 099
Татнефть	3 795	3 797	5 950	5 938	2 629	3 245	1 618	1 604
Башнефть	2 610	2 788	4 301	4 527	2 124	1 401	1 402	2 449
Транснефть, п.а.	5 298	5 907	11 077	12 159	2 511	3 689	7 000	6 500
Северсталь	1 359	1 599	2 674	3 231	791	847	1 557	1 288
НЛМК	921	1 188	2 070	2 546	323	777	1 820	1 399
ММК	93	402	1 291	1 683	269	416	858	834
Евраз	525	890	2 404	2 779	569	1 033	1 266	920
Мечел	259	305	1 754	1 872	-37	-562	1 253	1 359
Распадская	140	262	344	545	-321	168	205	219
ТМК	456	462	1 234	1 181	544	373	315	333
ГМК	3 874	3 763	5 710	5 649	2 089	2 030	2 806	2 432
РУСАЛ	1 193	1 319	2 170	2 303	712	549	683	676
Акрон	253	257	546	533	372	61	1	274
Фосагро	598	572	1 114	1 072	486	569	401	289
ОГК-1	103	204	218	357	-246	-116	419	378
ОГК-3	58	266	121	434	-546	-378	680	675
Э.ОН Россия	580	637	917	1 007	270	525	387	302
Энел ОГК-5	255	307	492	570	-117	134	474	285
ИнтерРАО	593	890	1 618	2 181	-470	616	1 719	1 060
РусГидро	711	924	1 728	2 127	-1 094	-673	2 597	2 397
Холдинг МРСК	599	730	3 482	4 071	-2 493	-3 433	5 349	6 619
МРСК Волги	104	145	260	333	-150	-395	372	674
МРСК Северо-Запада	21	53	139	187	-136	-111	263	268
МРСК Сибири	-73	-43	74	110	-76	-66	143	153
МРСК Урала	57	136	241	345	-237	-1	447	288
МОЭСК	247	337	961	1 135	-461	-438	1 310	1 385
МРСК Центра и Приволжья	78	111	267	315	-23	-33	240	286
МРСК Центра	134	220	464	580	-100	-57	478	502
Ленэнерго	44	16	306	299	-124	-480	333	686
ФСК ЕЭС	792	831	2 728	3 194	-2 887	-2 880	5 036	5 185
Ростелеком	1 017	1 222	3 745	3 984	914	1 173	2 170	2 179
МТС	1 331	1 338	5 340	5 682	967	1 577	2 617	2 538
Вымпелком	1 156	854	9 454	9 789	-416	1 108	5 972	5 384
АФК Система	1 006	1 366	9 164	9 966	1 217	1 137	5 312	6 467
Магнит	456	651	1 139	1 526	-407	-165	1 300	1 400
Х5	349	522	1 366	1 744	-686	-385	1 500	1 550
Группа Дикси	47	71	297	387	-147	-170	333	447
О'КЕЙ	126	174	317	429	-225	-90	500	476
	Прибыль, \$ млн.		BV, \$ млн.		Опер. доход, \$ млн.		Опер. расх., \$ млн.	
	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П	2012П	2013П
Сбербанк	11 282	10 680	51 989	60 713	28 333	30 191	14 063	16 683
ВТБ	4 315	4 406	23 357	27 235	11 481	12 170	5 952	6 524

*Последние обзоры НОМОС-БАНКа*

- 29.06.2012** Экономика: Наступает время испытаний
- 26.06.2012** ВТБ: тяжелый бой за прибыль
- 26.06.2012** Черная металлургия: конъюнктура ухудшается, прогнозы снижаются
- 21.06.2012** Русгидро: слишком долгосрочные инвестиции
- 14.06.2012** Сбербанк: дальнейшая экспансия лидера
- 05.06.2012** Стратегия: Момент истины приближается
- 06.06.2012** Российские розничные сети - делая ставку на рост
- 30.05.2012** Рубль: в заложниках у Европы
- 24.05.2012** Сетевой комплекс: крутой поворот реформы
- 11.05.2012** Нефть и газ: повышение НДПИ на газ – терпимо для GAZP и болезненно для NVTK
- 02.05.2012** Beta анализ: как обыграть рынок
- 27.04.2012** Стратегия: пациент требует новой инъекции
- 12.04.2012** Транснефть: навстречу IPO
- 09.04.2012** Распадская: в ожидании восстановления мощностей
- 22.03.2012** МТС и Вымпелком: новые вызовы - новые цены
- 21.03.2012** Холдинг МРСК: «фальстарт» или попытка зайти на новые уровни?
- 21.03.2012** Стратегия: Долгожданная коррекция – отличный провод для покупок
- 20.03.2012** UC RUSAL: алюминий дорожает, риски растут
- 19.03.2012** Экономика: Россия не заметила кризиса
- 16.03.2012** Норильский никель: по-прежнему дорого
- 15.03.2012** Нефтегазовый сектор: новые ценовые реалии на фоне увеличения CAPEX
- 13.03.2012** Черная металлургия: прогнозы остаются в силе
- 12.03.2012** Рубль: пересмотр прогнозов
- 11.03.2012** Нефть и газ: цены на нефть – от консерватизма к умеренному оптимизму
- 02.03.2012** Акрон/Фосагро: новые проекты, новая стоимость
- 21.02.2012** Стратегия: За две недели до выборов пора подумать о сокращении рисков
- 15.02.2012** АФК Система: вопреки рискам
- 14.02.2012** ТМК: щедрые дивиденды не за горами
- 08.02.2012** ФСК: консервативная оценка больших перспектив
- 07.02.2012** МТС и Вымпелком: надейся на рост, а сам не плошай
- 02.02.2012** Нефть и газ: компании «второго эшелона» – есть из чего выбирать
- 26.01.2012** Стратегия: Рынки могут ещё подрасти
- 25.01.2012** Мечел: сработает ли история роста?
- 24.01.2012** ИнтерРАО: стратегия роста
- 18.01.2012** Ростелеком: в ожидании роста
- 17.01.2012** Газпром и НОВАТЭК: предстоят нелегкие времена
- 16.01.2012** ГМК и RUSAL: время выбирать риск



## Катастрофы не случилось

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

Прошедший месяц сулил серьёзные неприятности финансовым рынкам, однако катастрофы не случилось.

Во-первых, не подвели греки, проголосовавшие, по сути, за сохранение страны в рамках единой Европы и зоны евро.

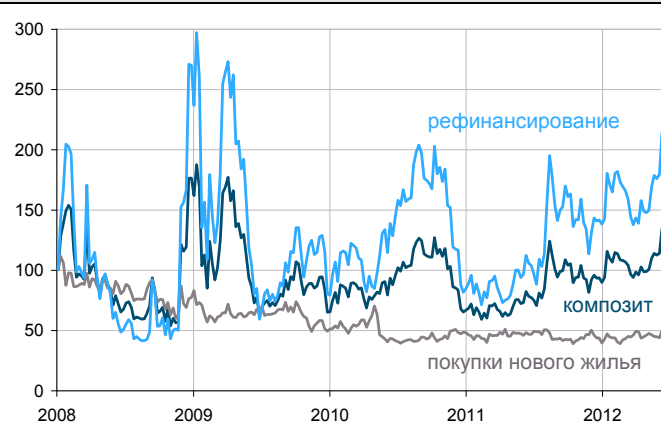
Во-вторых, о новых программах монетарного стимулирования объявил Федеральный Резерв. Напомним, что ФРС продлил программу twist (продажа коротких с одновременной покупкой длинных гособлигаций) до конца года, увеличив её объем на \$ 267 млрд. Мы не разделяем мнение тех, кто был разочарован действиями ФРС, т.к. в нынешней экономической ситуации в США, которая пока характеризуется пусть и замедлившимся, но ростом ВВП, требовать более агрессивных действий от регулятора, было бы преждевременно. Негативная реакция рынков была связана не с решениями ФРС, а со снижением прогноза роста ВВП на 2012 год (с 2.4-2.9 % до 1.9-2.4 %), что явилось неприятным сюрпризом для инвесторов. Первый раунд программы twist показал свою эффективность, обеспечив снижение общего уровня ставок в экономике и, прежде всего, на ипотечном рынке, что, по-видимому, и стало основной причиной некоторого оживления ситуации на рынке жилья. Как видно из нижеприведенных графиков, снижение 30-летней ставки по ипотечным кредитам ниже 4 % годовых, привело к росту индекса, характеризующего активность на ипотечном рынке, до рекордных уровней за последние 3 года. Правда, эта активизация обусловлена в основном рефинансированием прежних кредитов, в то время как количество обращений за ипотечным кредитом на покупку нового жилья, по-прежнему, невелико. Но и это весьма позитивный результат, т.к. рефинансируя свои старые кредиты под более низкие ставки, люди получают сокращение ипотечных платежей. Т.е. фактически снижение ставок напрямую ведет к росту реальных доходов населения и соответственно увеличению потребительского спроса.

Председатель ФРС достаточно ясно заявил о готовности монетарных властей действовать более решительно в случае необходимости. Мы не сомневаемся, что если рост американской экономики, действительно, окажется под угрозой (последняя статистика внушает такие опасения), то ФРС оперативно объявит о новой программе выкупа активов (QE3). Наиболее вероятный срок анонса этой программы – сентябрьское заседание FOMC, запланированное на 12-13 сентября, хотя нельзя исключать сюрпризов и на ближайшем заседании 31 июля-1 августа.

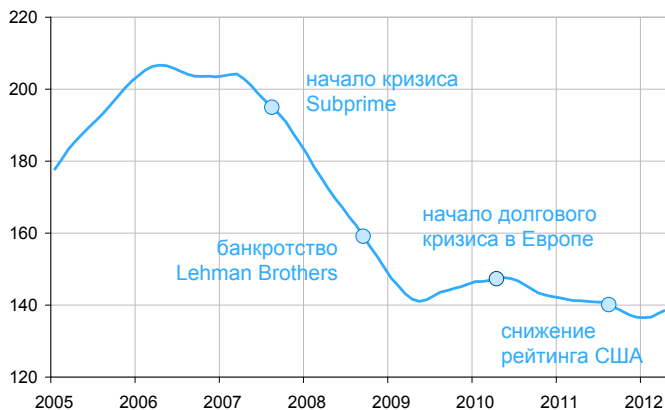
Индекс ипотечного рынка США и ставка по 30-летним ипотечным кредитам



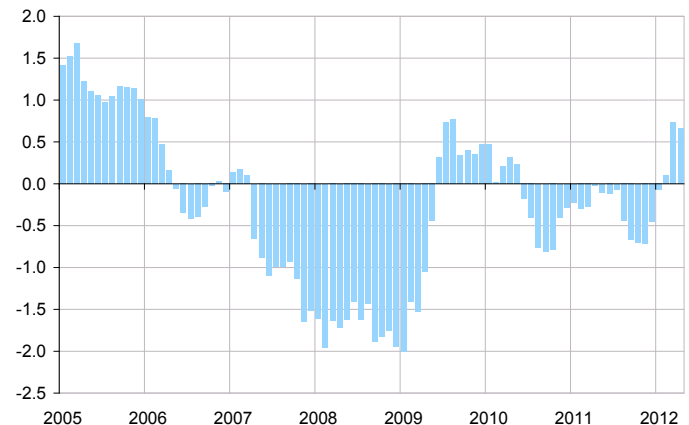
Индексы ипотечного рынка США



Цены на жилье в США – индекс S&P Case/Shiller20 с устранением сезонности



Цены на жилье в США – индекс S&P Case/Shiller20, % месяц к месяцу с устранением сезонности



Источники: REUTERS, S&P, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

И, наконец, в-третьих, приятный сюрприз преподнесли главы европейских государств, продемонстрировавшие в ходе саммита 28-29 июня способность договариваться и искать компромиссы в стрессовых условиях обостряющегося финансового и экономического кризиса. Впрочем, в отношении принятых на саммите решений не все так радужно, как можно было бы судить по реакции рынков.

На саммите были приняты следующие принципиальные решения:

1. Рекапитализация проблемных банков будет осуществляться напрямую через Европейский стабилизационный механизм (ESM), который должен заработать с начала 2013 г. Это позволит снизить уровень долговой нагрузки на государственные бюджеты, которые до сих пор получали деньги от Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF), а уже потом из этих денег кредитовали банки. В итоге долговые метрики правительств резко ухудшались, и у инвесторов снижалось желание рефинансировать их долги.
2. Испания получит обещанную поддержку из средств EFSF в размере 100 млрд. евро. После того, как начнет функционировать ESM, эти долги будут переданы ему, но они не получат приоритетного статуса. Это важный момент, т.к. если бы этот транш финансовой помощи Испании был бы наделен приоритетным статусом (как предполагалось ранее), то снизилась бы привлекательность прочих долгов Испании со всеми вытекающими последствиями для долгового рынка.
3. ЕЦБ получит возможность выкупать суверенные долги европейских стран на открытом рынке с целью поддержания их стоимости, но не за счет собственных средств (т.е. эмиссии), как делал это ранее, а за счет средств ESM/EFSF (т.е. ЕЦБ возьмет на себя функции по управлению средствами фондов). Реализация этого решения может столкнуться с трудностями – буквально на следующий день после саммита Финляндия и Нидерланды заявили о несогласии с этим пунктом и выразили уверенность в том, что национальные парламенты не ратифицируют возможность подобного использования средств стабилизационных фондов.

Как следует из вышесказанного, ключевым пунктом в дальнейшем развитии ситуации становится запуск ESM. И вот здесь возможны серьезные сложности. Помимо того, что ESM должны одобрить национальные парламенты (после того, как Германия проголосовала «за», это, скорее, технический вопрос),

функционирование ESM, по крайней мере, в части кредитования банков, связывается с созданием единого финансового регулятора (такой орган будет создан при ЕЦБ). Создавая такого регулятора, европейские страны, фактически, отдают ещё один кусочек своего суверенитета наднациональным органам. Таким образом, движение к единому европейскому государству продолжается. Финансовые рынки воспринимают такой тренд позитивно, но в то же время есть понимание сложности этого процесса. Пока единый финансовый регулятор – это лишь декларация, никаких технических решений в этом вопросе нет. Также как нет конкретных предложений по усилению интеграции в бюджетной сфере (такие предложения должны быть проработаны лишь к октябрю).

Одним словом, процесс хотя и движется в правильном направлении, но кризис явно развивается быстрее. Как мы уже писали ранее, европейская экономика погружается в глубокую рецессию, причем спад во втором квартале, судя по всему, резко ускорился. Успеют ли европейские власти запустить стабилизационные механизмы до того момента, как кризис утащит экономику глубоко вниз? Ведь глубокий провал экономики может сделать ранее принятые решения неактуальными – для спасения могут потребоваться уже совсем иные суммы, которых в условиях жесткого кризиса может просто не оказаться.

Несмотря на позитивные решения саммита, европейские риски остаются в центре внимания. Наличие этих рисков делает, на наш взгляд, маловероятным полное восстановление стоимости рискованных активов. Мы не думаем, что нынешний рывок вверх – это начало какого-то долгосрочного ралли. Хотя ближайшие события могут поддержать этот рост, и в целом июль может оказаться неплохим месяцем для рынков.

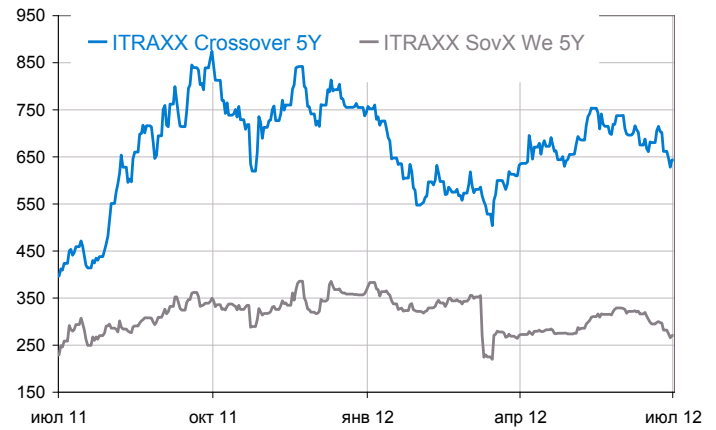
#### Ключевые события июля

Заседание ЕЦБ	5 июля	Ожидается снижение учетной ставки с 1.0 до 0.75 %
Заседание Банка Англии	5 июля	Возможно увеличение программы выкупа активов
Саммит Еврогруппы	9 июля	Техническая работа по решениям саммита ЕС 28-29 июня
Период квартальной отчетности в США	9 июля	Alcoa
	13 июля	JP Morgan, Wells Fargo, Google
	16 июля	Citi
	17 июля	GS, Intel
	18 июля	Bank of America, IBM
	19 июля	Microsoft
	24 июля	Apple
Заседание FOMC	31 июля – 1 августа	Возможно объявление новых мер монетарного стимулирования

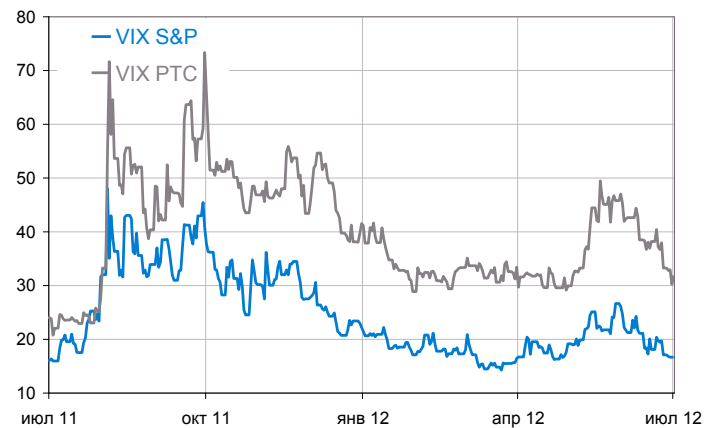
## Облигации Испании и Италии



## Индексы CDS

Фондовые рынки Испании, Италии, Греции,  
в % с начала 2012 г.

## Индексы волатильности (VIX)



Источники: ЕЦБ, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

*Нефть: \$ 90 – фундаментальная поддержка*

Борисов Денис  
Borisov\_DV@nomos.ru

Обвал цен на нефть, начавшийся в середине весны на фоне негативной динамики базовых макроэкономических показателей и возобновления переговорного процесса по иранской ядерной проблеме, вызвал опасения инвесторов относительно возможности повторения сценария 2008 г (тогда котировки Brent опускались в район \$ 40/bbl). Однако мы изначально были достаточно скептически настроены относительно возможного долгосрочного снижения котировок ниже уровня \$ 90 за баррель (см., например, наш flash note «Нефтегазовый сектор: пересмотр рекомендаций» от 01.06.2012 г.). Почему именно отметка \$ 90 за баррель является камнем преткновения для «медвежьи» настроенных участников рынка, и какие факторы будут оказывать влияние на динамику нефтяных котировок в ближайшее время?

Наиболее весомым аргументом в пользу того, что снижение цен на нефть ниже уровня \$ 90 за баррель выглядит маловероятным (естественно, при отсутствии катастрофического развития ситуации с европейскими долгами), является текущая экономика новых нефтедобывающих проектов. Если рассматривать важные с точки зрения инвестиционной активности нефтяников и будущего обеспечения предложения нефти на рынке регионы (прежде всего, шельф Западной Африки и Мексиканского залива), то величина предельных маржинальных издержек по большинству новых местных проектов попадает в интервал \$ 95-110/bbl. Это означает, что снижение нефтяных цен до значений, которые существенно отстают от данного интервала, приводит к пересмотру инвестиционных программ со всеми вытекающими отсюда последствиями для будущего объема предложения на рынке (а ведь проблему возможного возникновения реак oil никто не отменял). В частности, начиная с марта текущего года количество буровых установок в мире, рассчитываемых по методике Baker Hughes, снизилось на 15 % (см. график ниже). Несомненно, что данный процесс является инертным (цикл между принятием решения о разработке месторождения и получением «ранней» нефти составляет от 1.5 до 5 лет), однако участники рынка не могут не учитывать возможное возникновение дисбаланса между спросом и предложением в будущем.

К тому же проблемы, связанные с падением инвестиционной активности нефтяников, могут затронуть не только работы на greenfields, но и на действующих месторождениях. В частности, бюджеты практически всех российских ВИНКов на 2012 г рассчитываются исходя из цен на нефть в диапазоне \$ 90-100 за баррель. Аналогичная ситуация выглядит и с бюджетами важных нефтедобывающих государств (в т.ч. арабского мира): за редким исключением они исходят из цены нефти в районе \$ 90 за баррель.

При этом на фоне глобальных проблем мировой экономики и ожиданий слабого спроса, рынки «забыли» о сохраняющейся геополитической напряженности вокруг Ирана. Несмотря на целую серию переговоров, ключевые договоренности вокруг иранской ядерной проблемы достигнуты не были, и эмбарго на поставки персидской нефти в страны ЕС вступило в силу с 1 июля. В целом объемы экспорта из Ирана в ЕС составляют всего 0.6 млн. барр в сутки и могут быть компенсированы как за счет логистических изменений, так и посредством задействования недозагруженных мощностей ОПЕК (оцениваются на уровне 3-4 млн. барр в сутки, большая часть из которых приходится на Саудовскую Аравию). Однако в случае эскалации напряженности рынок может лишиться не только поставок всей нефти из Ирана (2.5 млн. барр в сутки), но и столкнуться с проблемой перебоев поставок сырья через Ормузский пролив (а это 16-19 млн. барр в сутки или примерно 20 % от уровня общемирового потребления). В частности, если бы не японские страховщики, которые не стали присоединяться к режиму санкций против Ирана, то логистические возможности в условиях действия европейского эмбарго выглядели бы ограниченными. Наряду с иранским фактором, сохраняется напряженность и вокруг Сирии. Впрочем, на сегодняшний день в стране добывается всего чуть более 300 тыс. барр. в сутки

(для сравнения, добыча Ливии в результате войны падала с 1.65 до 0.3 млн. барр. в сутки; сейчас – 1.35), и поэтому мы не ожидаем серьезного влияния «сирийского» фактора на баланс спроса и предложения.

### Цена на нефть, обеспечивающий бездефицитный уровень госбюджета

Страна	Цена на нефть, \$ bbl
Саудовская Аравия	90
Иран	90
Ирак	90
Бахрейн	90
ОАЭ	86
Нигерия	72
Венесуэла	50

Источники: Fitch, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

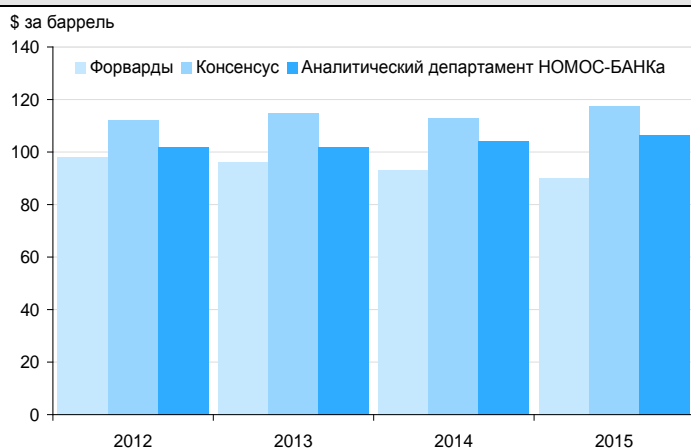
### Цена на нефть, заложенная в бюджет ведущих российских ВИНКов

Страна	Цена на нефть, \$ bbl
Роснефть	90-100
ЛУКОЙЛ	95-96
ТНК-ВР	90
Газпром нефть	90-100
Башнефть	90

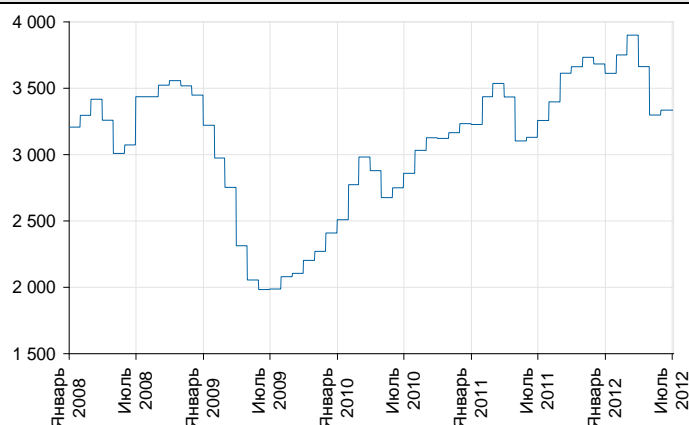
Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Резюмируя вышеизложенное, мы полагаем, что, несмотря на сохраняющиеся вызовы мировой экономики (и ожидания слабого спроса), для дальнейшего падения цен на нефть требуются более существенные аргументы. Недавно мы скорректировали наш прогноз по ценам на нефть (см. наш обзор: «Экономика: наступает время испытаний» от 29.06.2012 г.), и в ближайший месяц планируем выпустить обзор с пересмотром уровней целевых цен по компаниям нефтегазового сектора.

### Прогнозные цены на нефть (сорт Brent)



### Количество действующих буровых установок в мире



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

**Металлургия: первые признаки стабилизации**

Волов Юрий, CFA  
Volov\_YM@nomos.ru

В июне ситуация на рынках продукции черной металлургии в целом продолжала ухудшаться: на фоне слабого спроса со стороны почти всех крупнейших регионов мира экспортные котировки демонстрировали практически еженедельное снижение, опустившись во многих случаях ниже уровней начала года, рублевые цены выглядели более устойчиво лишь из-за ослабления российской валюты.

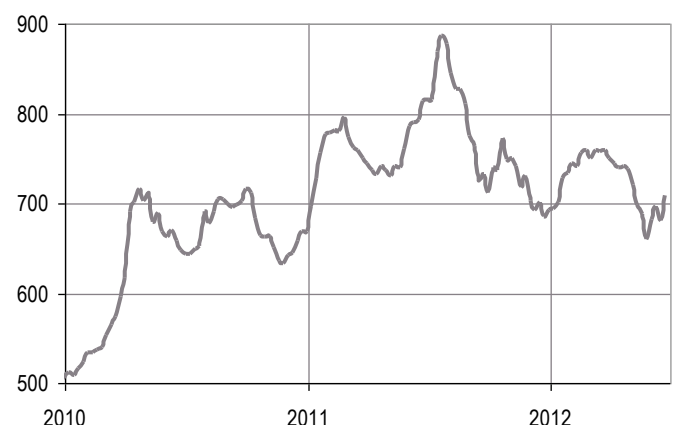
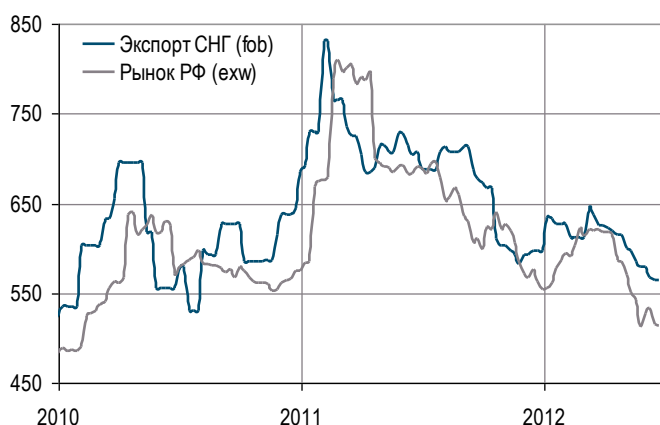
Однако к концу месяца на рынке появились первые признаки стабилизации и, возможно, разворота тенденции: все-таки, несмотря на слабый спрос, большинство российских экспортеров достаточно уверенно закрыли книгу заявок на июль, а снижение цен на сталь привело к сокращению производственной программы на ряде украинских предприятий, операционные издержки которых выше, чем у российских конкурентов. Кроме того, неплохую устойчивость в последние недели показали сырьевые рынки: котировки железной руды не опускаются ниже уровня \$130 за тонну (cif Китай), достигнутого еще несколько месяцев назад, а ситуация на мировом рынке коксующегося угля из-за продолжающихся коротких забастовок на предприятиях BHP Billiton выглядит напряженной даже в условиях слабого спроса. Все это вместе позволяет говорить о том, что попытка производителей плоского проката поднять экспортные цены в начале июля, переломив негативный тренд последних двух месяцев, может оказаться успешной.

В сегменте сортового проката, который в летние месяцы практически полностью отгружается на внутренний рынок, негативный тренд уже переломлен. Похоже, что строительный сезон в России в этом году начался с некоторым опозданием из-за погодных факторов, однако проходит весьма активно. Рублевые цены на арматуру за последний месяц выросли более чем на 5% и продолжают неуклонно повышаться. Дороже чем сейчас в рублевом выражении за последние годы арматура стоила лишь в течение четырех летне-осенних месяцев прошлого года. Наблюдаемая конъюнктура должна поддержать финансовые результаты таких компаний как Evraz и Мечел.

**Рынки металлопроката**

Цены на г/к лист, \$/тонна

Складские цены на арматуру (РФ), \$/тонна



## Рынки сырья

Цены на ЖРС, \$/тонна



Цены на коксующийся уголь, \$/тонна



\*- среднее между марками

Источники: Металл-Курьер, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа



## Рекомендации по портфелю

Наш подход к выбору бумаг по-прежнему заключается в формировании двух типов портфелей в зависимости от Вашей склонности к риску и горизонта инвестирования.

Мы предлагаем два типа портфелей: инвестиционный, сформированный из «правильных» бумаг, имеющих долгосрочный потенциал роста (такой портфель ориентирован на более консервативных инвесторов с длинным горизонтом инвестирования) и спекулятивный, составленный из акций с теми или иными конъюнктурными идеями (такой портфель подходит инвесторам, использующим активные стратегии торговли, и склонным к повышенному уровню риска).

### Инвестиционный портфель – можно увеличить риски

Месяц назад при формировании инвестиционного портфеля мы рекомендовали сфокусировать внимание на «самых надежных», отобрав в топ-5 Лукойл, Татнефть, Акрон, МТС и Е.ON Россия. Трое из этой пятерки – Татнефть, Е.ON Россия и Акрон – уверенно обыграли индекс; двое отстали.

#### Динамика инвестиционного портфеля за последний месяц (ММВБ)

Руб.	5.06	5.07	%
Лукойл	1 712	1 828	6.8
Татнефть	167	195	<b>16.6</b>
Акрон	1 083	1 234	<b>14.0</b>
МТС	219	228	3.9
Е.ON Россия	2.22	2.49	<b>12.3</b>
Индекс ММВБ	1 297	1 435	10.6

Источник: Reuters

Текущая ситуация по нашему мнению располагает к увеличению риска, поэтому мы рекомендуем вернуть в инвестиционный портфель акции металлургических компаний. Мы исключаем МТС (компания нам, по-прежнему, нравится, но с начала года она уже существенно обогнала индекс и, возможно, в ближайшее время будет отставать от рынка) и включаем в портфель акции Распадской.

### Лукойл

Котировки Brent не смогли опуститься ниже важного уровня на отметке \$ 90/bbl (более подробно см. раздел «Нефть: \$ 90 – фундаментальная поддержка»), а значит, как сектор в целом, так и акции ЛУКОЙЛа в частности, имеют неплохие шансы чувствовать себя лучше базового индекса. По нашим оценкам, в настоящее время рынок оценивает текущую стоимость бумаг ЛКОН исходя из среднегодовой цены нефти на уровне около \$ 80 за баррель. При этом, по показателям EV/EBITDA'12 и P/E'12 на уровне 2.6 и 4.4 соответственно (исходя из наших новых прогнозов цен на нефть) акции по-прежнему торгуются примерно с 30 %-ным дисконтом к бумагам ROSN и 10 %-ным к среднеотраслевым значениям. Катализатором для переосмысления инвесторами отношения к акциям ЛУКОЙЛа может стать нормализация ситуация с добычей (операционная динамика компании на протяжении последних месяцев свидетельствует о том, что менеджменту удалось справиться с проблемами в сегменте upstream). Долгосрочный интерес для рынка также представляет запуск концерном процедуры buyback в объеме \$ 2.5 млрд., возможное проведение СПО в Гонконге и сохранение относительно неплохих дивидендных выплат.

### **Татнефть**

В июне Татнефть представила впечатляющие финансовые результаты за 1 кв. 2012 г по US GAAP. Так, после полномасштабного запуска Танеко в конце 2011 г (в т.ч. это позволило снизить объемы закупок нефти и нефтепродуктов), а также хорошего контроля над издержками (lifting costs снизились с \$ 7.8 до \$ 6 /bbl) показатель EBITDA на баррель добычи Татнефти (\$ 25.9) впервые оказался выше не только, чем у ТНК-ВР Int. (\$ 22.5), но и у Роснефти (\$ 25). При этом величина свободного денежного потока компании достигла рекордных \$ 933 млн. Мы по-прежнему убеждены, что «фактор Танеко» по-прежнему не до конца учитывается рынком в нынешних котировках Татнефти, и считаем, что текущий FCF-yield'12 на уровне 16-17 % (исходя из наших новых прогнозов по ценам на нефть) выглядит крайне привлекательным.

### **Акрон**

В последние недели цены на сельскохозяйственные товары вновь уверенно пошли вверх, в некоторых случаях обновив годовые максимумы, что существенно улучшает наш взгляд на перспективы рынка минеральных удобрений. Акрон при этом является одной из самых недорогих компаний сектора в мировом масштабе (EV/EBITDA 12 с учетом стоимости доли в Уралкалии - около 3.9), имеет разумный уровень лeverеджа (чистый долг/EBITDA LTM - 1.5), сбалансированную инвестиционную программу и выплачивает щедрые дивиденды своим акционерам (див. доходность за 2011 г. – около 9%).

### **Распадская**

Восстановление пострадавшей от аварии два года назад ключевой шахты компании, хоть и продвигается значительно медленнее, чем планировалось, все же имеет место быть: по итогам мая добыча компании стала рекордной в пост-аварийной истории, а летом может еще более возрасти за счет выхода на проектную мощность новой лавы. Распадская имеет минимальную долговую нагрузку, низкую себестоимость, невысокую потребность в инвестициях и, соответственно, может генерировать неплохие денежные потоки, которыми, вероятно, будет делиться с акционерами в форме дивидендов или обратного выкупа акций.

### **Е.ON Россия**

Российский производитель электроэнергии входит в энергохолдинг EON. Сильной стороной компании является высокая эффективность производства и крупный объем ввода новых мощностей по ДПМ, оплата которых будет осуществляться по специальному тарифу. Компания одной из первых в российской энергетике вышла на положительное значение денежных потоков, что позволяет рассчитывать на дивиденды. По итогам 2011 г. компания направила на выплаты акционерам около 24% чистой прибыли. Среднесрочные ожидания связаны как с ростом чистой прибыли, так и с увеличением доли дивидендов. По нашим оценкам, в среднем в ближайшие 5 лет чистая прибыль компании будет расти на 20%. Исторические выплаты акционерам материнской компанией EON составляют 40-70 % от годовой чистой прибыли. Мы полагаем, что нижняя граница вполне может стать среднесрочным ориентиром для акционеров E.ON Россия.

### Спекулятивный портфель

Динамика спекулятивного портфеля за последний месяц оказалась разнонаправленной. Обыграть индекс смогли лишь представители нефтегазового сектора.

#### Динамика спекулятивного портфеля за последний месяц (ММВБ)

Руб.	5.06	5.07	%
Сургутнефтегаз	25.2	28.4	12.5
НОВАТЭК	297	343	15.6
РУСАЛ	197	186	-5.8
Распадская	74.6	82.1	10.1
Вымпелком*	239	266	11.1
Индекс ММВБ	1 297	1 435	10.6

\* - котировки NYSE, пересчитанные в рубли

Источник: Reuters

Акции **РУСАЛа** стали сплошным разочарованием. Цены на алюминий вопреки сокращению производства и стабилизации запасов металла остаются под давлением. Похожа, что попытка поймать отскок в акциях РУСАЛа была преждевременной. Мы исключаем эти бумаги из спекулятивного портфеля, заменяя их на акции Мечела.

Мы также исключаем из спекулятивного портфеля акции **Вымпелкома**. Корпоративный конфликт между основными акционерами, связанный с покупкой Telenor дополнительных акций и восстановлением своей доли в компании до предыдущего уровня, далек от разрешения. Более того, мы видим все шансы того, что в ближайшем будущем он может обостриться еще больше, поскольку, судя по всему, ни одна из сторон в настоящее время не настроена на достижение компромисса, а в качестве средства давления на Telenor вновь была задействована "тяжелая артиллерия" в виде судебных исков, инициированных в российских инстанциях. Хотя в операционном плане ограничительные меры, наложенные судом, пока не создают серьезных проблем для деятельности компании, они создают атмосферу неопределенности относительно будущего Vimpelcom Ltd. и несут с собой угрозу принятия новых "репрессивных" мер. Поэтому, даже несмотря на относительную "дешевизну" Вымпелкома, мы бы не стали покупать его акции (по крайней мере, до появления первых судебных решений по существу иска, которые ожидаются в октябре-ноябре сего года). Хотя, если бы акции компании вновь оказались ниже отметки в \$7.0 за ADS, жадность, возможно, вновь перевесила бы страх.

Акции Распадской мы перемещаем в инвестиционный портфель.

В качестве новых спекулятивных идей мы рекомендуем электроэнергетику, наиболее сильно пострадавшую в ходе весенней коррекции – Холдинг МРСК и ФСК.

### СУРГУТНЕФТЕГАЗ

Акции Сургутнефтегаза за последний месяц обыграли индекс. После частичного возврата «аппетита к риску» акции компании с EV, близкой к нулю, и очевидной инвестиционной идеей (переход стандартов формирования отчетности компании к принципам МСФО) априори не могли остаться в стороне от миниралли. Мы ожидаем, что при отсутствии каких-либо форс-мажорных событий (прежде всего, усугубления европейского долгового кризиса) акции Сургутнефтегаза имеют хорошие шансы продолжить чувствовать себя лучше рынка.

**НОВАТЭК**

Акции НОВАТЭКа в июне продемонстрировали резкий отскок: ставка на коррекционный рост на фоне ослабления опасений инвестсообщества относительно возможного кратного увеличения НДПИ оказалась оправданной. Мы полагаем, что даже несмотря на разочаровывающую июньскую динамику добычи НОВАТЭКа (темпы прироста ушли в зону отрицательных значений), бумаги компании продолжат свое восстановление (снижение от годовых максимумов составляет более 20 %). К сентябрю (ожидается окончательное принятие «мягкой» версии новой налоговой конфигурации для независимых производителей газа) акции НОВАТЭКа вполне могут восстановить свои утраченные позиции (особенно, если слабая июньская операционная статистика окажется исключением).

**Мечел**

Акции компании являются одними из лидеров падения на российском рынке акций за последний год, что выглядит оправданным, учитывая высокий уровень левереджа и масштабную инвестиционную программу компании. Однако в последние месяцы ситуация уже не столь неблагоприятна для Мечела, как это могло показаться ранее. Цены на коксующийся уголь на мировом рынке стабилизировались, цены на производимый компанией сортовой прокат в России уверенно идут вверх, на рынке наблюдается дефицит, что вполне может позволить компании успешно реализовать свои планы по сокращению оборотного капитала на \$500 млн. в этом году (в т.ч. за счет сокращения запасов в металлоторговой сети). Кроме того, почти половина долга Мечела номинирована в российской валюте, что предполагает сокращение задолженности во 2-м квартале с.г. почти на \$600 млн. только за счет эффекта от обесценения рубля, что, как мы считаем, не вполне учитывается рынком. Компания имеет высокий уровень краткосрочного долга, однако, в отличие от ситуации четырехлетней давности, сейчас основные кредиторы Мечела - не иностранные, а российские государственные банки, что все-таки снижает риски рефинансирования долга для компании.

**ФСК и МРСК-Холдинг**

В июне завершилось согласование с акционерами планов по передаче ФСК управления Холдингом МРСК. Соответственно, процесс интеграции сетевого комплекса начат. Как и прежде, мы отмечаем высокие риски инвестирования в сетевые компании, в первую очередь связанные с объединением сетей. Тем не менее, включение бумаг Холдинга МРСК и ФСК в спекулятивный портфель может позволить существенно обыграть рынок на подъеме. В качестве дополнительного драйвера роста сетей мы видим ожидаемое утверждение долгосрочных тарифов. Мы полагаем, что несмотря на снижение темпов роста, RAB-механизм сохранится, подтверждение чего окажет поддержку котировкам акций компаний.

**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48  
 Факс. (495) 797-52-48  
 research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов  
 Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов  
 Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA  
 Volov\_YM@nomos.ru

**Электрозэнергетика**

Михаил Лямин  
 Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов  
 Tremasov\_KV@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов  
 Tremasov\_KV@nomos.ru

**Телекоммуникации  
Потребсектор**

Евгений Голосной  
 Golosnoy\_EA@nomos.ru

Игорь Нуждин  
 Nuzhdin\_IA@nomos.ru

Ольга Ефремова  
 Efremova\_OV@nomos.ru

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA  
 Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова  
 Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев  
 IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров  
 Egorov\_AVi@nomos.ru

Александр Полютов  
 Polyutov\_AV@nomos.ru

Елена Федоткова  
 Fedotkova\_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.