



Макроэкономический обзор

Ралли подходит к концу...?

Апрель 2011

## Макроэкономический обзор РАЛЛИ ПОДХОДИТ К КОНЦУ...?

### Инвестиционное заключение

**Восстановление экономик западных стран проходит все более уверенно, а инфляция по всему миру ускоряется. Это вынудит ведущие мировые центробанки ослабить денежно-кредитную стимулы, приведшие к существенному росту стоимости финансовых активов по всему миру. Скорее всего, избыточная ликвидность будет изыматься постепенно, однако первые признаки снижения ликвидности могут привести к значительному сокращению спекулятивных позиций и спровоцировать коррекцию не перегретых рынков. Грядущая коррекция предоставит хороший шанс войти в перспективные активы по более привлекательным ценам**

Наша рекомендация, данная в декабре прошлого года сделать ставку на акции и commodities в 2011г. пока полностью себя оправдала. В 1кв. 2001г. индексы MSCI World, PTC и S&P Commodities выросли на 4.3%, 15.5% и 15% соответственно.

Денежно-кредитная политика по-прежнему остается крайне стимулирующей, что вызывает рост цен на финансовые активы и товары, стоимость которых уже достигла докризисных уровней, что вызывает рост инфляции, особенно в странах, ВВП которых является наиболее энергоемким, а это в основном развивающиеся страны. Свертывание денежно-кредитных стимулов не за горами. ЕЦБ уже начал поднимать ставки, QE2 завершится в июне, а ФРС, скорее всего, пойдет на повышение ставок в конце года.

Продолжительность подъема экономики США, начиная с 1954г. напрямую зависела от продолжительности периода, в течение которого ФРС оставляла низкую процентную ставку после выхода из рецессии. Таким образом, чем дольше ФРС воздержится от начала следующего цикла повышения ставок, тем более продолжительный период роста американской экономики нас ожидает. Мы считаем, что цикл повышения ставок со стороны ФРС начнется с ноябре-декабре 2011г., спустя 29-30 месяцев после выхода из рецессии, состоявшегося в июне 2009г.

Повышение ставок обычно имеет краткосрочный негативный эффект на финансовые рынки и после серьезной коррекции вызванной оттоком ликвидности, рост на фондовых рынках возобновляется вслед за растущей экономикой. Ведь ставки поднимают, как правило, тогда, когда экономика уже твердо встала на путь восстановления.

Стоимость финансовых активов благодаря огромному денежному предложению уже достигла докризисных уровней. Дальнейший рост возможен, однако, риски свертывания ликвидности сейчас высоки как никогда за последние два года. Поэтому в текущих условиях мы предлагаем постепенно увеличивать долю защитных активов в портфеле и сделать ставку на стратегии, которые показывают положительную доходность при смене растущего тренда.

### Российский рынок акций

#### Ключевые показатели

Капитализация (млн.)	724
Капитализация/ ВВП, %	77%
Индекс РТС (текущий)*	2030
Индекс РТС (на конец 2011г.)	2200
Потенциал роста, %	8%
P/E 2011	9.5

\* на 15.04.2011

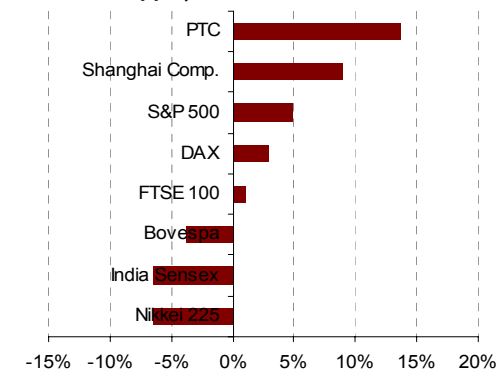
Источник: расчеты Прайм Марк

### Приток средств на российский рынок в 2011г.

	млн. \$
Январь	1 186
Февраль	794
Март	1 464
<b>Итого</b>	<b>3 444</b>

Источник: EPFR Global, расчеты Прайм Марк

### Динамика фондовых индексов с начала года\*, %



\* на 15.04.2011

### Инфляционные ожидания в США, %



Проблемы периферийных стран еврозоны пока отошли на второй план. Обращение Португалии с просьбой о предоставлении финансовой помощи не вызвало особо негативной реакции рынка, курс евро продолжил свой рост. Евро будет привлекательнее доллара в ближайшие полгода на фоне сохранения более высоких процентных ставок в еврозоне. Однако при усилении нестабильности на финансовых рынках бегство в "treasuries" способно привести к значительному снижению курса европейской валюты.

Золото по-прежнему остается привлекательным активом. С момента нашей рекомендации данной в марте прошлого года золото выросло почти на 33% и сейчас находится на исторических максимумах. Золото является хорошей страховкой при нестабильности на финансовых рынках и имеет существенные перспективы увеличения доли в ЗВР развивающихся стран. В настоящее время соотношение цен золото/серебро составляет около 30, что является абсолютным минимумом с 1983г. По мере снижения аппетита инвесторов к риску это соотношение будет увеличиваться.

Китайский юань остается нашей долгосрочной ставкой. Китайская валюта имеет отличные перспективы по мере либерализации китайской финансовой системы и усилении роли юаня в мировой торговли и в качестве инструмента сбережения.

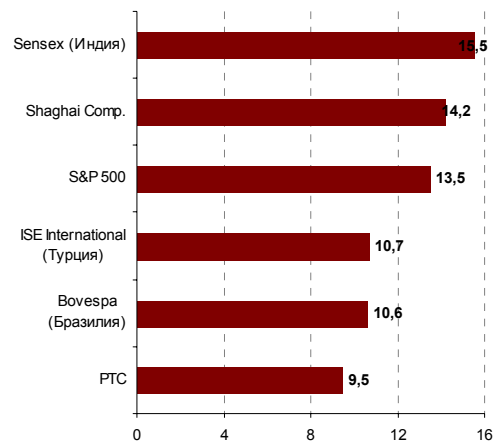
Нестабильность в нефтеэкспортирующих странах Северной Африки и соответствующий рост нефтяных котировок привел к тому, что индекс РТС уже в апреле вплотную приблизился к нашей годовой цели 2150 пунктов. Российский рынок растет восьмой месяц подряд, чего не было ни разу за всю историю. Мы считаем, что на рынке назрела коррекция и май будет традиционно месяцем медведей на российском рынке.

Нефтегазовые акции стали фаворитами у инвесторов в первом квартале, значительно опередив акции компаний ориентированных на внутренний рынок и рынок в целом. Мы полагаем, что ралли в нефтегазовой отрасли, при условии стабилизации цен на нефть или их снижении, уже завершилось и рекомендуем закрывать длинные позиции по всем нефтегазовым компаниям, кроме Газпрома.

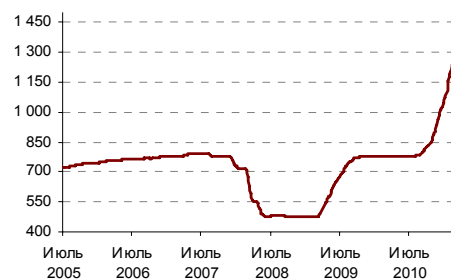
Аутсайдерами стали акций компаний электроэнергетики, показавшие отрицательную динамику в 1кв. 2011г. на фоне ужесточения регулирования и ограничения темпов роста тарифов. Мы считаем, что основной негатив по сектору уже отыгран и текущие уровни представляются привлекательными для покупки бумаг электроэнергетических компаний.

На наш взгляд, наиболее привлекательными секторами на российском фондовом рынке сейчас являются металлургия, телекомы, банки и удобрения.

### Значение P/E на 2011



### Объем гос.облигаций на балансе ФРС, млрд.\$



### Соотношение цен золото/серебро



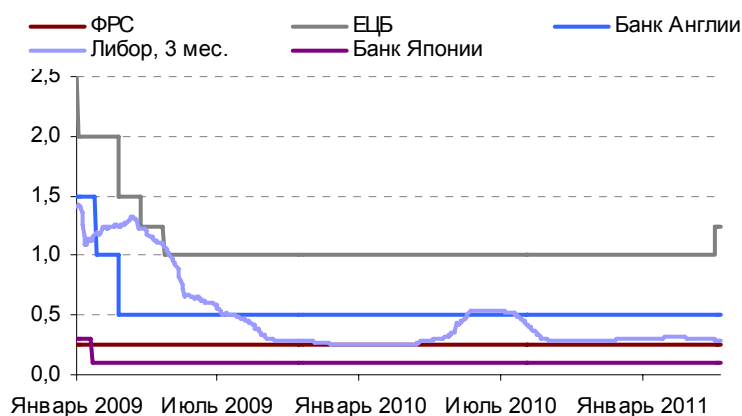
## Содержание

<b>Макроэкономическая конъюнктура</b> .....	<b>4</b>
Экономика США .....	6
Экономика Еврозоны .....	10
Экономика Китая .....	12
Экономика России .....	15
<b>Конъюнктура товарных рынков</b> .....	<b>19</b>
Нефть и газ .....	19
Драгоценные металлы .....	21
Промышленные металлы .....	22
<b>Российский фондовый рынок</b> .....	<b>24</b>
<b>Таблицы с мультипликаторами:</b> .....	<b>27-32</b>

## Макроэкономическая конъюнктура

Макроэкономический фон остается довольно благоприятным для рынка акций и сырья. Процентные ставки остаются отрицательными в реальном выражении, программы по вливанию средств в финансовую систему сохраняются. Ликвидность в системе остается крайне высокой и поддерживается в том числе за счет программы ФРС по количественному смягчению через QE2 объемом \$600 млрд. и программы ЕЦБ по выкупу гос. облигаций проблемных стран Европы (€440 млрд. до 2013).

**График. Номинальные процентные ставки ведущих ЦБ и Либор, %**



Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

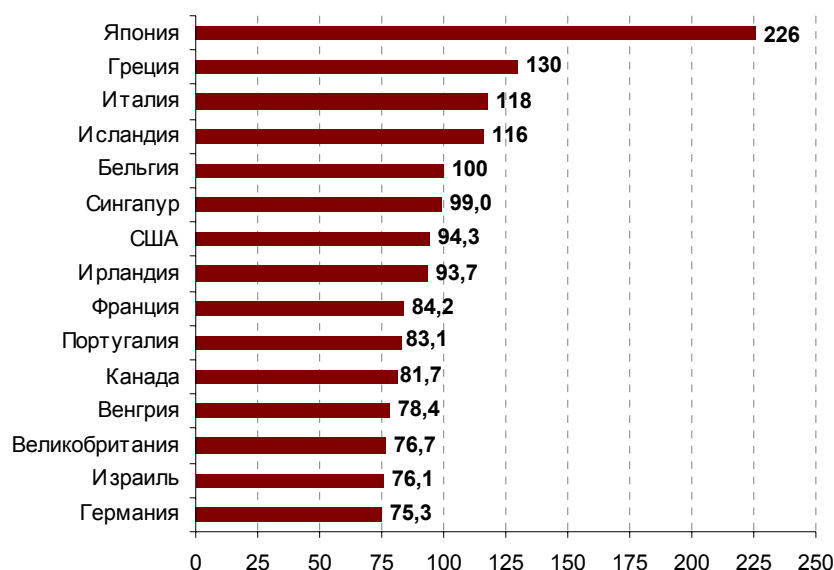
*Процентные ставки по-прежнему на рекордно низких значениях, но ужесточение денежно-кредитной политики уже не за горами. ЕЦБ в апреле первым среди мировых ЦБ начал цикл повышения ставок.*

Однако не стоит забывать о том, что QE2 закончится уже в июне (95% программы уже реализовано), продление программы маловероятно, а улучшающаяся экономическая обстановка в США и растущие инфляционные ожидания скорее всего заставят ФРС пойти на ужесточение денежно-кредитной политики в 4 кв. 2011г..

В то же время ФРС снизить уровень ликвидности и ужесточить денежно-кредитную политику, не прибегая к увеличению ключевой ставки - Fed Funds, через начисления процентов на резервы банков в ФРС, проведение депозитных аукционов, операций обратного РЕПО и продажу ценных бумаг со своего баланса.

Хронические дефициты бюджетов большинства развитых стран, усугубившиеся антикризисными действиями, привели значительному росту гос. долгов. Теперь правительства многих развитых стран столкнулись с необходимостью резкого ужесточения налогово-бюджетной политики. Особенно остро эта проблема стоит в периферийных странах Еврозоны, таких как Ирландия, Греция, Португалия и Испания. Если бы не европейский стабилизационный фонд, призванный финансировать страны Евросоюза, испытывающие проблемы платежеспособности, эти страны уже объявили бы дефолт по своим долговым обязательствам.

**График. Страны с наиболее высоким уровнем гос.долга к ВВП в 2010г., %**

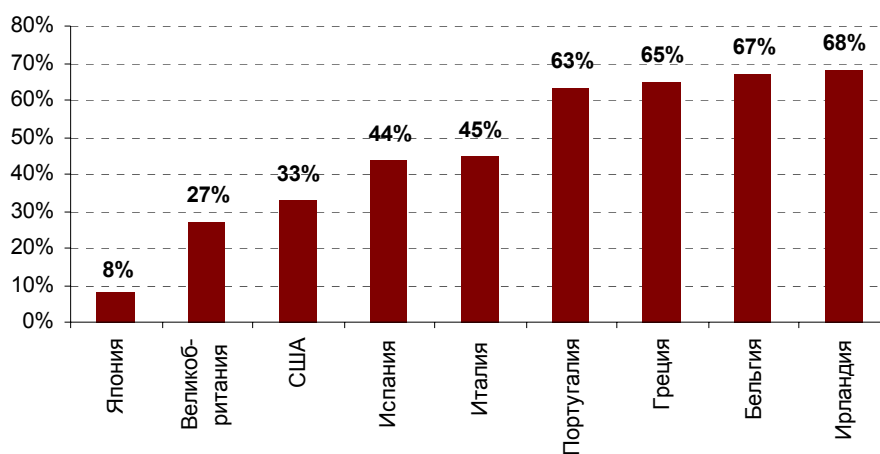


*ТОР-15 наиболее обремененных долгами стран представляют развитый мир.*

Источник: МВФ, расчеты Прайм Марк

Серьезные опасения также вызывает растущий уровень гос. долга у США. В 2011 финансовом году отношение госдолга к ВВП, по прогнозу правительства, достигнет 103% (в 2010- 94.3%). Бюджетный дефицит в 2010г. составил 10.5% ВВП. В феврале Барак Обама представил план по сокращению дефицита на \$1.1трлн. в течение ближайших 10 лет. Однако парламентарии намерены внести законопроект, предусматривающий сокращение госрасходов на \$4-5 трлн.

**График. Доля внешнего долга в структуре гос. долга, %**



*Наибольшие проблемы испытывают страны с высокой долей внешнего долга.*

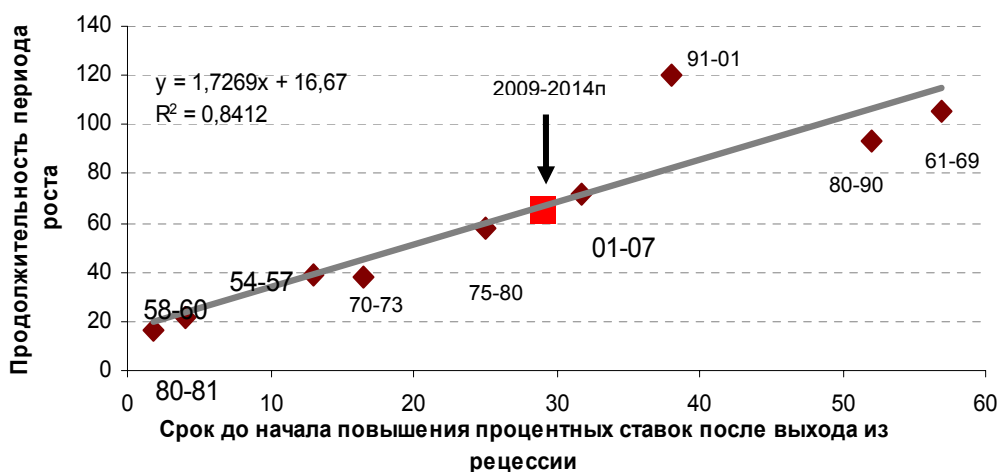
Источник: МВФ, расчеты Прайм Марк

## Экономика США

Продолжительность подъема экономики США, начиная с 1954г. напрямую зависела от продолжительности периода, в течение которого ФРС оставляла низкую процентную ставку после выхода из рецессии (коэффициент корреляции - 0.84). Таким образом, чем дольше ФРС воздержится от начала следующего цикла повышения ставок, тем более продолжительный период роста американской экономики нас ожидает. Мы считаем, что цикл повышения ставок со стороны ФРС начнется с ноября-декабря 2011г., спустя 29-30 месяцев после выхода из рецессии, состоявшегося в июне 2009г. А следующая рецессия согласно этой регрессионной модели начнется ориентировочно в конце 2014г.

*Чем дольше ФРС оставит ставки низкими, тем дольше продлится экономический рост.*

**График. Зависимость экономического роста от продолжительности периода низких процентных ставок.**



Темпы роста экономики США ускоряются. В 2010г. экономика США выросла на 2.9% по сравнению с 2009г., во многом благодаря эффекту низкой базы. В конце 2010г. стали приходить позитивные сигналы с рынка труда в США. Уровень безработицы в марте 2011г. снизился до 8.8%, а количество обращений за пособиями по безработице достигло минимальных значений с 2008г., главным образом за счет создания новых рабочих мест в частном секторе США.

*Рынок труда в США постепенно восстанавливается.*

**График. Уровень безработицы, %**



**График. Количество обращений по безработице, тыс.**



Американский потребитель начинает себя чувствовать более уверенно и постепенно увеличивает расходы. Уровень потребительской уверенности достиг уровня начала 2008г. Темп роста потребительских расходов уже на протяжении года держится на уровне 4%.

**Уровень потребительской уверенности и расходов растет.**

**График. Уровень потребительской уверенности**



Источник: Conference Board

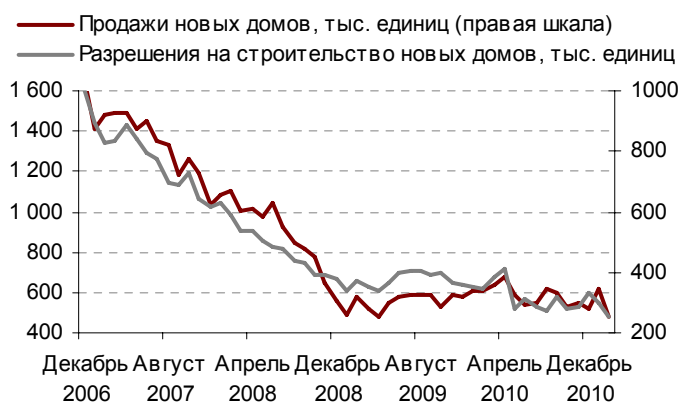
**График. Темп роста потребительских расходов, %**



Источник: Бюро экономического анализа США

Тем не менее, рынок недвижимости (традиционно запаздывающий в цикле) продолжает подавать негативные сигналы. Продажи и строительство новых домов в США остаются у своих рекордно низких значений.

**График. Продажи и строительство новых домов в США**



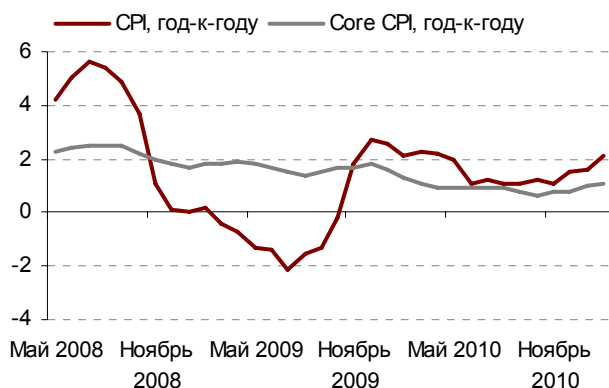
Источник: Бюро переписи населения

**С рынка недвижимости по прежнему приходят негативные сигналы, так как этот сектор является запаздывающим в цикле.**

Хотя инфляция пока не представляет угрозы для экономики США - базовая инфляция (без учета цен на продовольствие и энергоресурсы) сейчас находится на уровне 1%, а широкий индикатор инфляции составляет около 2%, инфляционные ожидания резко подскочили до 4.6%, точно так же как это было в середине 2008г.

**Инфляционные ожидания резко подскочили в марте.**

График. Индекс потребительских цен, %



Источник: Министерство труда США

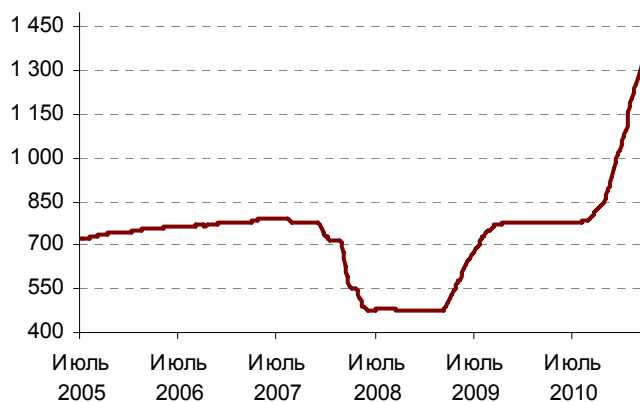
График. Инфляционные ожидания, %



Источник: Мичиганский университет

ФРС продолжает финансировать американский бюджет за счет скупки гос. облигаций по программе QE2. За 7 месяцев было выкуплено гос. облигаций США на сумму \$568 млрд. (всего планируется потратить \$600 млрд.). По нашим расчетам почти 73% прироста американского гос.долга за последние полгода профинансировано ФРС.

График. Объем гос.облигаций на балансе ФРС, млрд. \$

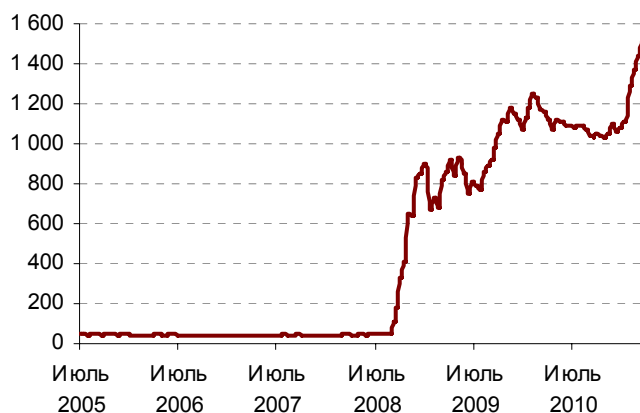


Источник: ФРС

**Объем гос. облигаций на балансе ФРС с осени 2010г. вырос почти в два раза. Печатание денег продолжается.**

Тем временем банки "утопают в кэше", объемы которого на неделе достигли рекордных за всю историю \$1.5 трлн. Соотношение наличности на балансах и депозитов у американских банков не достигало таких уровней ни разу с 1973 года, когда начали публиковать эти данные, на данный момент кэш равен 18.2% от депозитов.

**График. Избыточные резервы банков на счетах ФРС, млрд. \$**

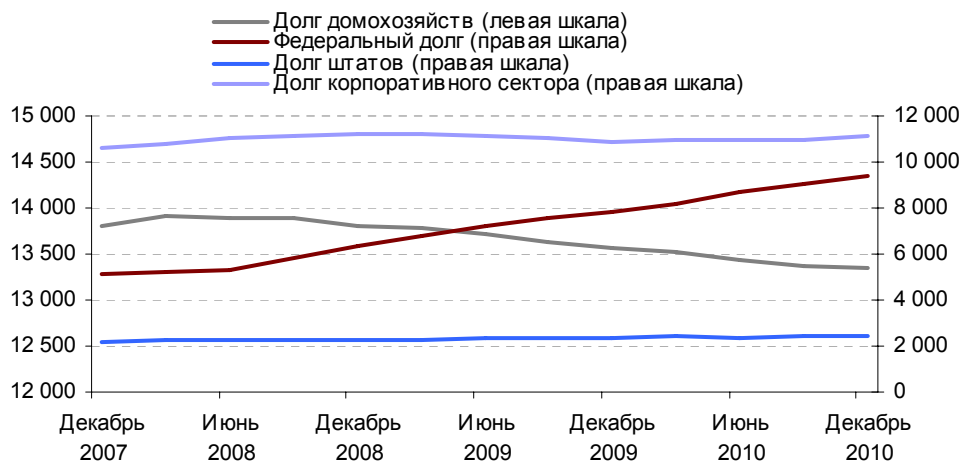


Источник: ФРС

*Выбрасываемые в экономику деньги частично стерилизуются на счетах ФРС.*

За последние три года долг федерального уровня вырос на 83% до \$9.4 трлн., долги штатов увеличились на 12% до \$2.5 трлн., корпоративного сектора увеличились всего на 5% до \$11 трлн., а долги домохозяйств снизились на 3% до \$13.4 трлн. Резкий рост федерального долга вызван, прежде всего, рекордным дефицитом гос. бюджета составившего за последние 3 года \$3.17 трлн. или в среднем около 10% ВВП каждый год.

**График. Государственный и частный долг США, млрд. \$**



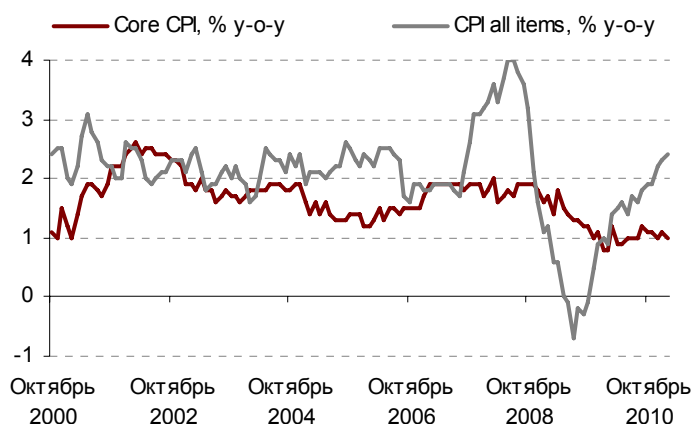
Источник: ФРС, расчеты Прайм Марк

*Гос. долг США за последние три года вырос почти в два раза, замещая снижающийся долг домохозяйств.*

## Экономика Еврозоны

В Европе инфляция разгоняется, что вызывает беспокойство у ЕЦБ. Мы считаем, что растущая инфляция в европейском регионе будет главным стимулом для поднятия ставок ЕЦБ и Банком Англии. Как и ожидалось, на очередном заседании 7 апреля ЕЦБ поднял ключевую ставку на 0.25% до 1.25%, впервые почти за 3 года. Центробанк также поднял учетную ставку до 2% и ставку по депозитам до 0.5%. В июне ожидается очередное повышение ключевой процентной ставки ЕЦБ до 1.5%. Таким образом, в отличие от предыдущего цикла ЕЦБ начал поднимать процентные ставки раньше ФРС.

**График. Инфляция в Еврозоне**



Источник: Евростат

**Растущая инфляция побуждает ЕЦБ начать цикл повышения ставок.**

Проблема долгов периферийных стран Европы по-прежнему очень актуальна. В конце марта после отставки премьер министра Португалии Fitch, S&P и Moody's снизили суверенный рейтинг страны до A-, BBB и Baa1 соответственно. Доходность португальских бондов подскочила до такого уровня, что доступ к доступному фондированию фактически иссяк, а уже в апреле и июне Португалия будет вынуждена выплатить 5 и 7 млрд. евро соответственно в качестве процентов и погашения основной суммы долга. В настоящее время долг Португалии составляет 83% от ее ВВП. Чтобы решить свои долговые проблемы правительство Португалии вслед за Грецией и Ирландией обратилось за помощью к ЕС и предположительно получит от 60 до 80 млрд. евро в качестве финансовой помощи. Следующим кандидатом на получение финансовой помощи может оказаться Испания.

**График. Динамика курса евро/доллар и выделение финансовой помощи странам ЕС**

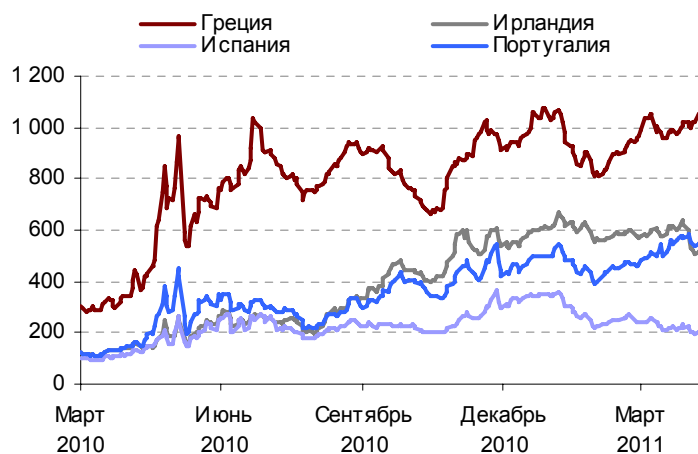


Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

*Евро сейчас в большей степени зависит от активности carry trade, чем от новостей из проблемных стран еврозоны.*

Евро на наш взгляд продолжит свой рост, несмотря на проблему гос. долгов. Участники рынка уже привыкли к проблемам PIIGS, а европейский стаб. фонд внушает им уверенность. Рыночные игроки продолжают играть на разнице в ставках в различных регионах мира «carry trade», что будет способствовать дальнейшему укреплению курса евро.

**График. Динамика CDS на 5-летние облигации стран PIIGS**



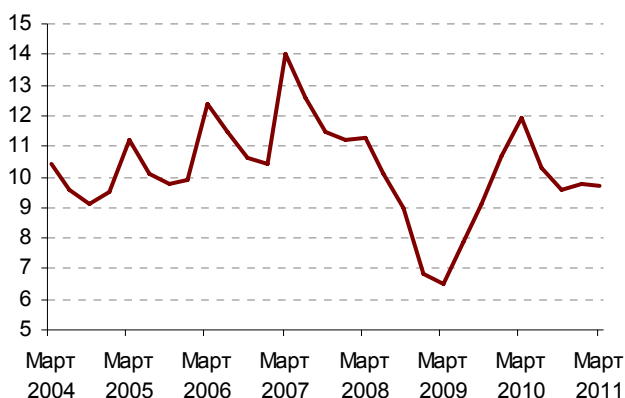
Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

## Экономика Китая

Роста ВВП Китая в 1 кв. 2011г. составил 9.7%, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Подобными темпами ВВП растет уже третий квартал подряд. Темп роста промышленного производства после нескольких месяцев стабилизации на уровне 13%, вновь начал ускоряться до 15% год-к-году в феврале и марте, несмотря на сдерживающие меры ЦБ Китая.

*Китайская экономика продолжает расти высокими темпами.*

**График. Темп роста ВВП, % год-к-году**



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

**График. Темп роста пром. производства, %**



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

Инфляция в марте составила 5.4%, что является максимальным показателем за последние 32 месяца. Непродовольственная инфляция также увеличилась до 2.7%. Растущий уровень инфляции будет заставлять правительство прилагать еще больше усилий для поддержания ценовой стабильности.

**График. Уровень инфляции в Китае**



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

*В марте уровень инфляции в Китае был максимальным за последние 32 месяца.*

Правительство предпринимает меры к тому, чтобы остудить экономику и снизить инфляционное давление. За последний год норма резервирования для банков была увеличена с 16% до 20%, а ключевая ставка с октября 2010г. была повышена на 1% до 6.31%.

**График. Норма резервирования и годовая ставка по кредиту Народного Банка Китая**

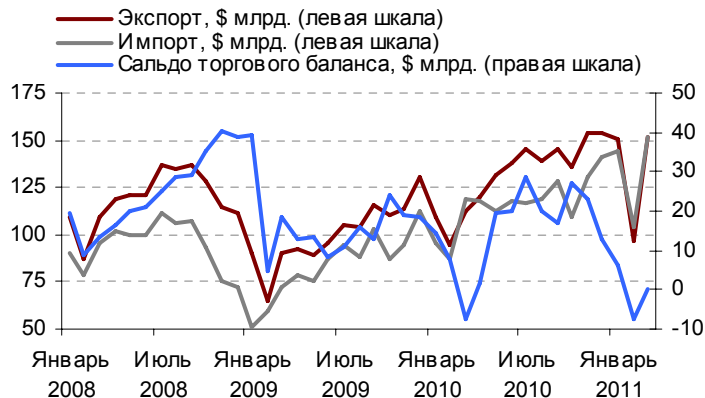


Источник: Народный банк Китая

**С начала 2010г. ЦБ Китая поднимал норму резервирования и ключевую ставку 9 и 4 раза соответственно.**

Торговый баланс Китая в 1-м квартале 2011г. впервые с 2004г. стал отрицательным. Главным образом за счет снижения экспорта в феврале и резкого увеличения импорта. Если тенденция продолжится, то можно будет с уверенностью констатировать, что Китай постепенно переходит от экспортно-ориентированной экономики к росту внутреннего потребления.

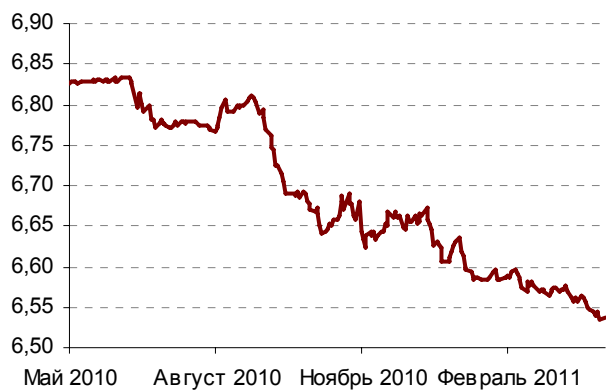
**График. Динамика экспорта, импорта и сальдо торгового баланса**



Источник: Национальное статистическое бюро КНР

Две ключевые валюты, на которые мы делали ставку весной 2010г. китайский юань и сингапурский доллар оправдали наши ожидания. Обе валюты уверенно укреплялись в течение года по отношению к доллару. За год юань укрепился на 4.2%, несмотря на то, что китайский ЦБ сдерживал рост курса китайской валюты, а сингапурский доллар подорожал на 10%. Мы по-прежнему считаем, что юань сохранит свою привлекательность в средне- и долгосрочной перспективе.

График. Курс \$/юань



Источник: Bloomberg

График. Курс \$/сингапурский доллар



Источник: Bloomberg

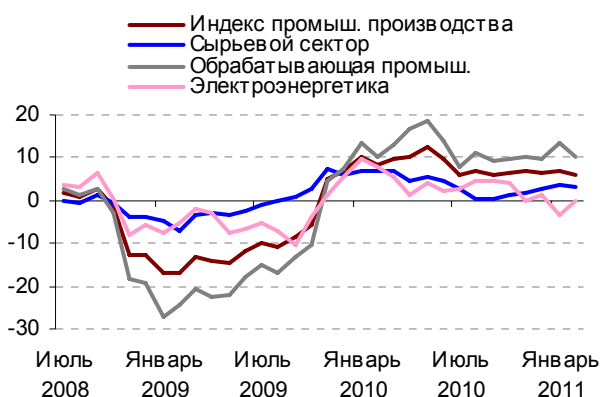
## Экономика России

Рост ВВП по итогам 2010г. составил 4%. Данные по ВВП за 1-й квартал 2011г. пока не опубликованы. Мы полагаем, что рост российской экономики даже при высоких ценах на нефть не превысит 5% в текущем году на фоне слабой динамики в сфере инвестиций.

**Рост индекса промышленного производства в 2010г. составил 8.2% - максимум с 2003г.**

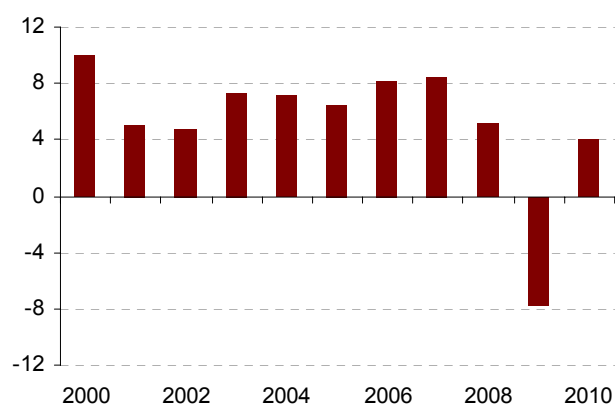
В последние 8 месяцев рост индекса промышленного производства остановился на отметке 6-7% год-к-году. Наибольший вклад в рост индекса вносит обрабатывающая промышленность, рост в которой за последние 12 месяцев составил в среднем 12%.

График. Динамика промышленного производства



Источник: Росстат

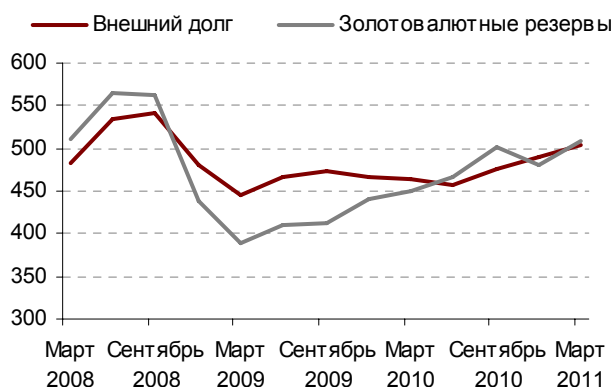
График. Динамика ВВП, %



Источник: Росстат

Средняя цена нефти марки Urals составила \$102 за баррель в 1 кв. 2011г., что на 36% и 20% выше, чем в 1 кв. и 4 кв. 2010г. соответственно. Это способствовало росту золотовалютных резервов в течение 1 кв. 2011г. на 5% до \$505 млрд. В настоящее время объем ЗВР полностью покрывает все внешние долговые обязательства субъектов РФ. Федеральный бюджет на фоне притока дополнительных доходов от роста цен на нефть по итогам января-февраля пока исполняется с профицитом.

График. ЗВР и внешний долг РФ, млрд. \$

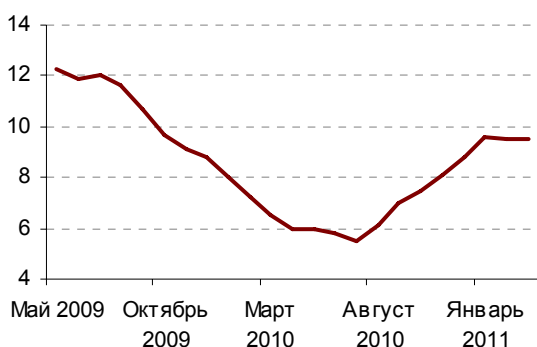


Источник: ЦБ РФ

**Объем золотовалютных резервов сейчас полностью весит внешний долг субъектов РФ, что говорит об очень высоком качестве российского долга.**

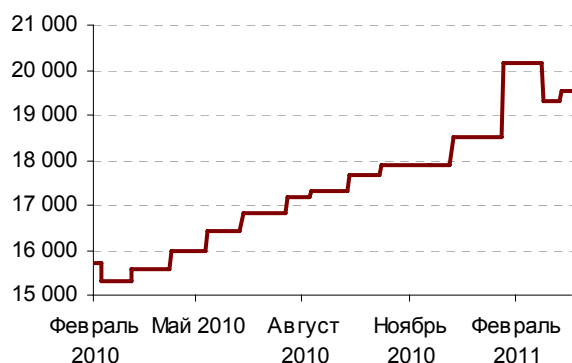
Темпы роста инфляции в 2011 году ускорились до 9.5%. Сдержать рост цен сможет только хороший урожай, который приведет к снижению цен на продовольствие. В противном случае инфляция в России, скорее всего, вернется к двухзначным значениям. Минэкономразвития прогнозирует инфляцию в диапазоне 7-7.5% в текущем году, однако на наш взгляд такой прогноз является мало осуществимым на фоне роста социальных дотаций во второй половине 2011г. накануне выборов и высоких цен на нефть, которые приводят к росту валютных интервенций со стороны ЦБ для сдерживания роста курса рубля, что транслируется в рост денежной массы.

**График. Инфляция в годовом выражении, %**



Источник: Росстат

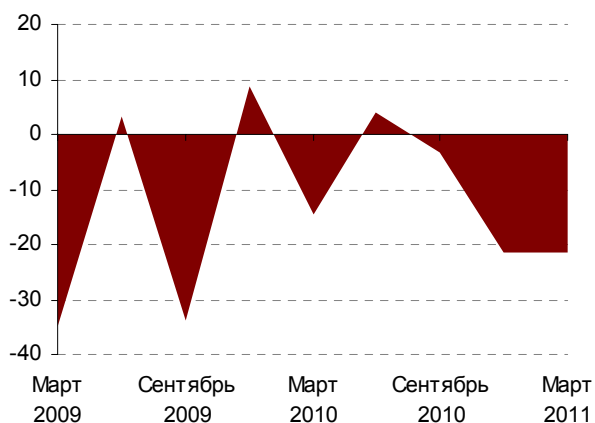
**График. Денежная масса, млрд.руб.**



Источник: ЦБ РФ

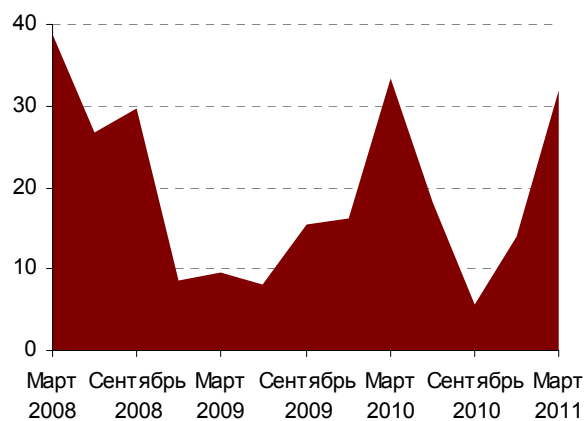
На курс рубля с одной стороны положительно влияет значительный приток от профицита торгового баланса (\$30 млрд. за 1 кв.2011г.) на фоне высоких цен на сырье, с другой стороны из страны продолжает утекать капитал, тем самым, сдерживая укрепление российской валюты. Отток капитала из страны составил \$21.3 млрд. в 1 кв.2011г. и \$22.7 млрд. в 4 кв. 2010г. Фактически значительного притока капитала не наблюдается уже со 2 кв. 2008г.

**График. Баланс счета движения капитала, млрд. \$**



Источник: ЦБ РФ

**График. Баланс счета текущих операций млрд. \$**



Источник: ЦБ РФ

Последние 4 месяца наблюдается настоящее ралли в рубле. С декабря 2010г. курс рубля по отношению к доллару укрепился на 10.5%. ЦБ начал активно препятствовать дальнейшему укреплению рубля на уровне 28.0-28.2 рублей за доллар. Мы полагаем, что курс рубля может продолжить укрепление в течение 2 кв. 2011г., однако во второй половине года возможна значительная коррекция на сырьевых рынках и продолжение оттока капитала, что приведет к падению курса национальной валюты.

#### График. Курс доллар/рубль

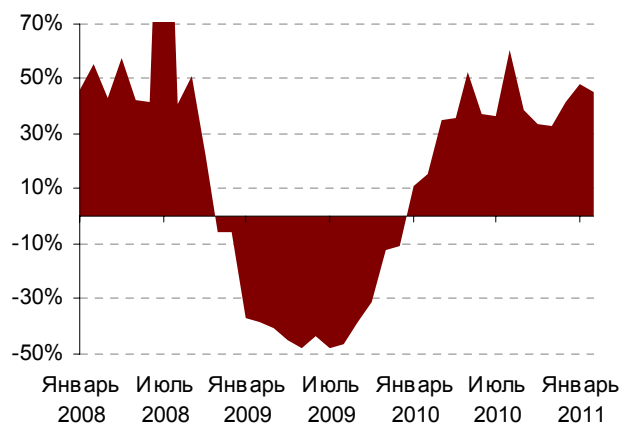


Источник: ЦБ РФ

*Тренд в рубле может развернуться во второй половине года. Отток капитала продолжится, что при сокращении положительного торгового профицита приведет к ослаблению рубля.*

Укрепление рубля в 1-м квартале 2011 года поддерживавшее потребительский спрос привело к сильному росту импорта. Темпы роста импорта вернулись на докризисные значения около 40% год-к-году. Сохранение высоких темпов импорта при снижении цен на сырьевые товары может негативно отразиться на сальдо торгового баланса и привести в дальнейшем к ослаблению рубля.

#### График. Темп роста импорта, % год-к-году

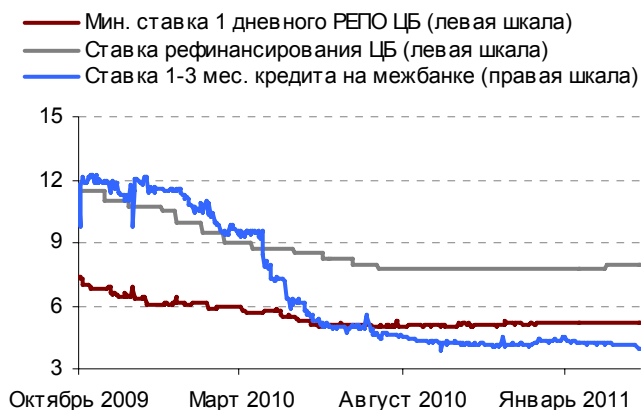


Источник: ФТС, расчеты Прайм Марк

*Темп роста импорта вернулся к докризисным значениям.*

Ликвидность по-прежнему высокая. Несмотря на поднятие ставки рефинансирования в начале марта на 0.25% до 8%, ставки на “межбанке” продолжили снижаться. Ставка 1-3 месячного кредита опустилась ниже 4%. Российский ЦБ не заинтересован в чрезмерном ужесточении денежно-кредитной политики, так как экономика продолжает буксовать. Однако разгоняющаяся инфляция, возможно, вынудит ЦБ поднять ставки.

**График. Динамика ключевых ставок на российском денежном рынке, %**

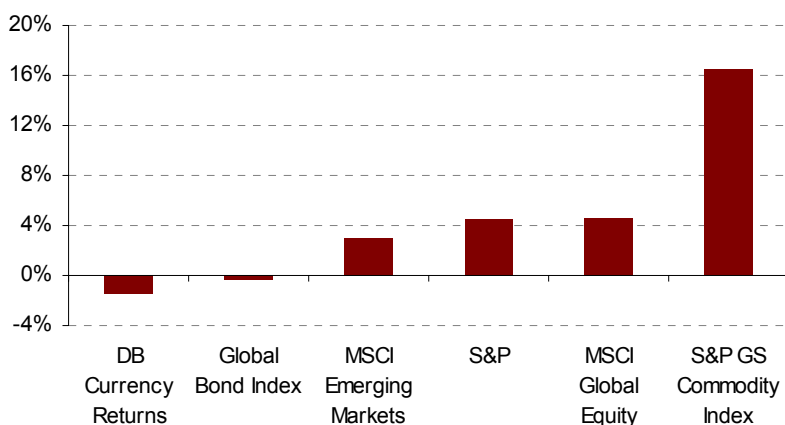


Источник: ЦБ РФ

## Товарные рынки

Наилучшим активами принесшим максимальную доходность с начала года стали сырьевые товары (commodities), выросшие в цене в среднем на 16%, главным образом за счет роста цен на энергоносители (+22% с начала года). При этом вложения в валюту и бонды принесли инвесторам отрицательную доходность, а вложения в акции прибавили около 4%. Наибольшую доходность на рынке акций в 1 кв. принесли вложения в развитые рынки и Россию.

График. Доходность с начала года различных активов\*



\* на 12.04.2011

Источник: Bloomberg

По данным CFTC (Commodity futures trading commission) объем средств, вложенных в фонды, инвестирующие в commodities достиг абсолютного максимума около \$170 млрд., предыдущий пик был в июне 2008г. Такой спекулятивный бум вызван, прежде всего, опасениями раскручивания инфляции и продолжением роста в развивающихся странах. Commodities в настоящее время выглядят крайне привлекательно с фундаментальной точки зрения на фоне ограничения предложения вызванного стихийными бедствиями и беспорядками в странах поставщиках. Слабость американского доллара также толкает цены на товары вверх, которые служат как отличное убежище от раскручивающейся инфляции. Мы считаем, что рост цен на commodities может продолжиться в текущем году, особенно выделяем драг.металлы.

## Нефть

Продолжающиеся боевые действия в Ливии, привели к тому, что среднесуточная добыча ОПЕК в марте оказалась ниже февральских уровней. При этом трагические события в Японии оказали лишь краткосрочное негативное влияние на уровень цен на нефть - около 0.3 млн. баррелей в сутки остановленных перерабатывающих мощностей незначительно влияют на общий мировой спрос на черное золото. Как следствие, основное влияние на нефтяные котировки продолжают оказывать геополитические факторы, а также уровень мировой ликвидности.

50%-й рост цен на нефть с августа прошлого года, вызывает опасения многих специалистов из-за своего возможного отрицательного влияния на рост мировой экономики. Стоит помнить о том, что каждая рецессия в экономике США за последние 40 лет совпадала с резким ростом цен на нефть.

Однако на наш взгляд мировая экономика способна справиться с текущим скачком цен на нефть. Во-первых, текущая монетарная политика и избыток денег позволяют относительно безболезненно абсорбировать отрицательный эффект от такого скачка. Во-вторых, доля экономики зависящей от энергоносителей, сейчас гораздо меньше, чем в 70-е годы. Например, в США эта доля упала с 17% до 7% от ВВП.

#### График. Цена на нефть марки Brent, \$ за баррель



Источник: Bloomberg

*Нефть стремительно приближается к своим историческим максимумам. За год стоимость нефти уже выросла на 43%. Однако коррекция цен весьма вероятна в течение этого года.*

По нашим расчетам при текущей цене на нефть потенциальный темп роста ВВП снизится примерно на 0.4%. При увеличении цен на нефть до 150 долларов темп роста ВВП может снизиться на 2%.

#### Таблица. Влияние скачка нефтяных цен на рост ВВП

	При \$110 за баррель	При \$150 за баррель
США	-0,35%	-1,75%
Еврозона	0,50%	-2,3%
Япония	-0,30%	-1,5%
Азия	-0,80%	-4,0%
Мир	-0,40%	-2,0%

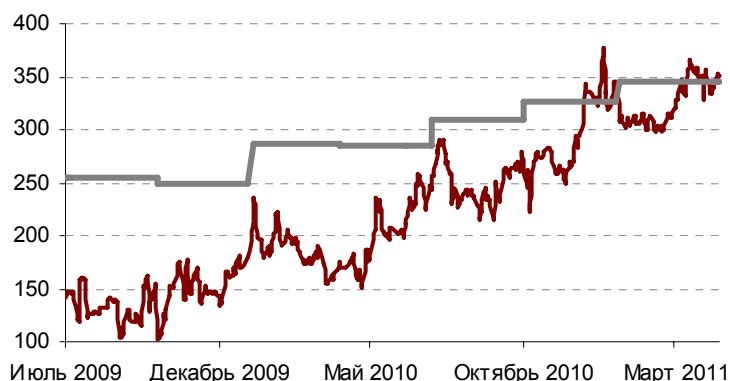
Источник: расчеты Прайм Марк

Военная премия присутствующая сейчас в нефтяных котировках будет постепенно сходить на нет по мере стабилизации ситуации на ближнем востоке. Однако высокие цены будут поддерживаться до тех пор, пока с рынка не начнет изыматься излишняя ликвидность. На наш взгляд этот процесс произойдет не раньше 4 кв. 2011г.

В газовой отрасли европейские спотовые цены вновь обогнали текущий уровень контрактных цен Газпрома: \$350 против \$346 за тыс. куб. м. Однако грядущее вслед за ростом нефтепродуктовой корзины увеличение экспортных цен на российский газ чревато очередной потерей конкурентоспособности Газпрома, что особенно вызывает тревогу в преддверии окончания отопительного сезона и сохраняющегося избытка предложения на американском рынке.

*Дальнейшее повышения стоимости нефти может значительно снизить темпы восстановления мировой экономики.*

**График. Спотовые цены на газ в Европе и контрактная цена Газпрома**



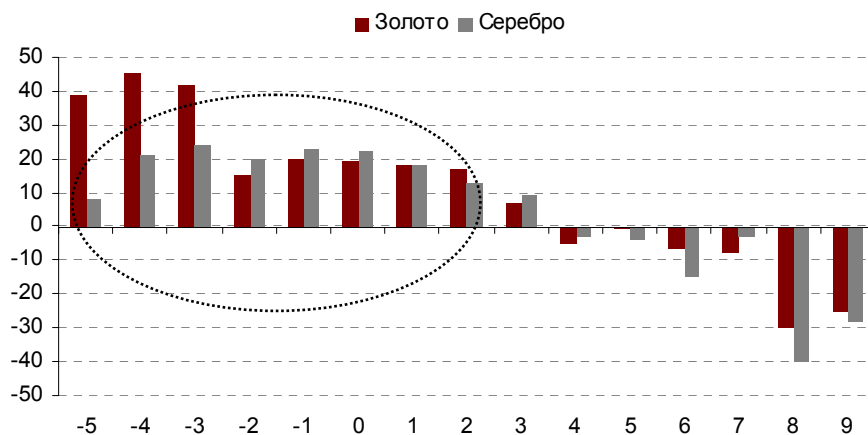
Источник: Bloomberg, Газпром, расчеты Прайм Марк

*В марте спотовые цены на газ в Европе превысили контрактные цены Газпрома. Такая ситуация скорее всего продлится недолго на фоне резкого скачка нефтяных цен, к которым привязана экспортная цена Газпрома.*

**Золото**

Первые месяцы 2011 года оказались не столь удачными для золота по сравнению с другими commodities на фоне роста фондового рынка западных стран и перспективами ужесточения монетарной политики ведущими центральными банками. Тем не менее, политическая нестабильность в странах северной Африки и японская катастрофа развернули нисходящий тренд в золоте и способствовали возврату цен на драг. металл к своим максимумам.

**График. Динамика цен на золото и серебро в зависимости от значений реальных процентных ставок, % (с 1970г.)**

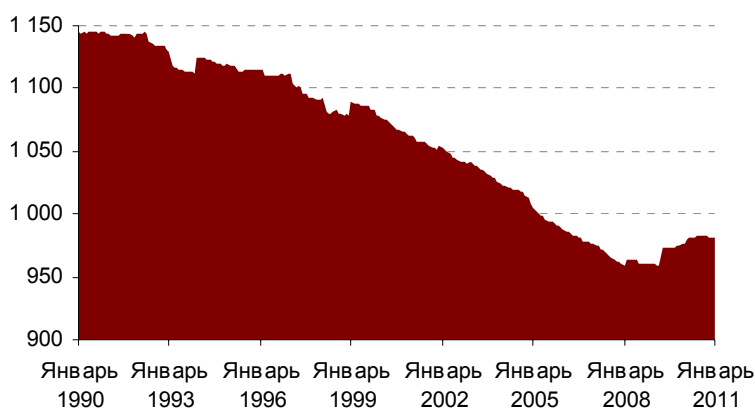


Источник: Bloomberg, ФРС, расчеты Прайм Марк

*При отрицательных и низких процентных ставках цены на золото и серебро значительно возрастают.*

Мы ожидаем продолжения восходящего тренда на рынке золота на ближайший год. Золото и серебро традиционно показывают высокую доходность, когда ставки являются отрицательными или низкими, как сейчас, а ФРС, скорее всего, не начнет цикл повышения ставок до конца текущего года. К тому же катализаторами роста для золота являются дальнейшее ослабление американской валюты и покупки золота со стороны центральных банков, которые будут стремиться диверсифицировать структуру своих золотовалютных резервов.

**График. Резервы золота у мировых центральных банков, млн. унций**



Источник: World Gold Council, расчеты Прайм Марк

*Резервы золота у мировых ЦБ непрерывно сокращались на протяжении почти 30 лет. Ситуация начала меняться в 2009г.*

## Серебро

Рекордных значений за последние 30 лет достигло соотношение цен серебра к золоту. Такое наблюдается лишь в периоды крайнего оптимизма или чрезвычайно стимулирующей денежно-кредитной политики. Мы ожидаем, что по мере свертывания денежно-кредитных стимулов (3-4 кв. 2011г.) соотношение вернется к средним значениям 50-60 и рекомендуем играть на падении стоимости серебра к золоту.

**График. Соотношение цен золото/серебро**



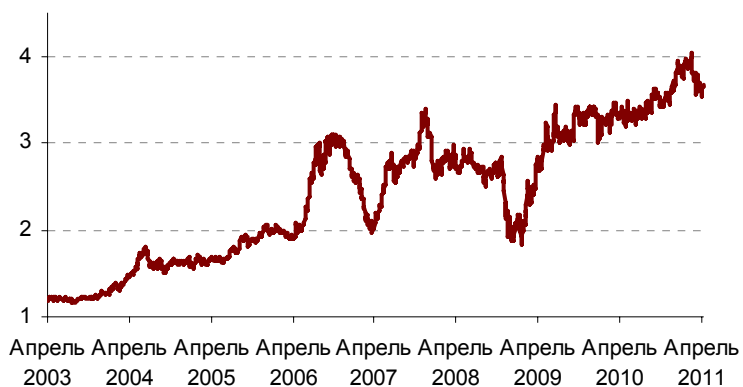
Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

*Подобного соотношения цен на золото и серебро не было с 1983г. Абсолютный минимум был зафиксирован в 1980г. - 17, максимум в 1991г. - 99. Среднее значение за последние 40 лет - 55.*

## Промышленные металлы

Любопытным на наш взгляд является график соотношения цен на медь и алюминий. Алюминий и медь имеют довольно близкие сферы применения. Вплоть до 2005г. соотношение цен на медь и алюминий никогда не превышало 2-х. Начиная с 2003г. инвесторы начали переоценивать медь по отношению к алюминию на фоне ограниченности предложения меди по сравнению с алюминием. Однако запреты на ввод новых мощностей по производству алюминия в Китае и более строгие требования к энергоемким отраслям приведут к тому, что Китай, возможно, начнет импортировать металл в среднесрочной перспективе. На наш взгляд, среди промышленных металлов алюминий сейчас является одним из самых перспективных.

График. Соотношение цен медь/алюминий

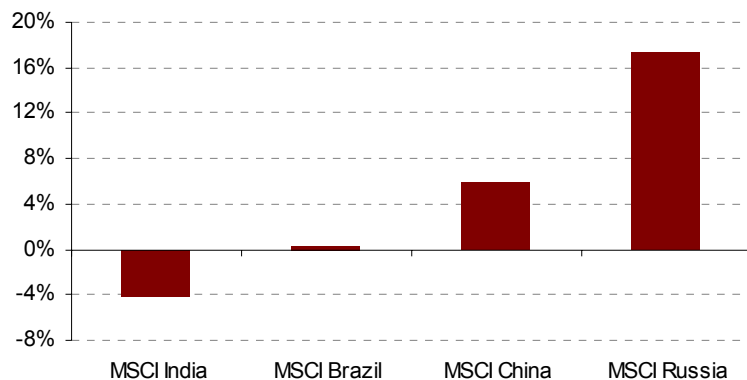


Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

## Российский фондовый рынок

Российский рынок обогнал рынки всех остальных Emerging markets в 1-м квартале, прежде всего, за счет роста цен на нефть. MSCI Russia и индекс РТС выросли в 1-м квартале 2011г. на 16.3% и 15.5% соответственно, в то время как индекс Индии снизился, а Китая и Бразилии увеличился менее чем на 3%.

График. Динамика индексов MSCI стран BRIC с начала года



\* на 13.04.2011

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

В первом квартале 2011г. инвесторы, направляющие средства в инвестфонды, явно отдавали предпочтение России перед другими развивающимися рынками. Чистый приток средств в российские фонды по итогам I квартала составил почти \$3,5 млрд., в то время как другие страновые фонды развивающихся рынков зафиксировали их чистый отток.

### Приток средств на рос.рынок в 2011г., млн. \$

	Общий объем	Фонды ETF	Доля ETF
Январь	1 186	673	57%
Февраль	794	402	51%
Март	1 464	1 344	92%
<b>Итого</b>	<b>3 444</b>	<b>2 419</b>	<b>70%</b>

Источник: EPFR Global, расчеты Прайм Марк

### Приток средств на Emerging Markets, млрд. \$

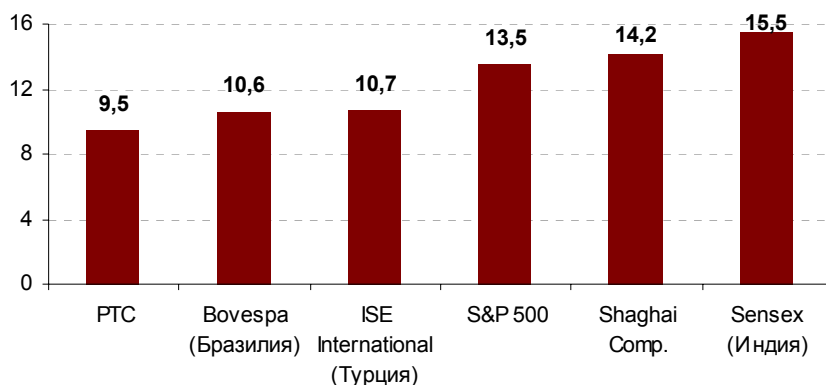
	1 кв.2011	4 кв. 2011	2010	2009
GEM	-11,3	22,1	62,0	44,2
Азия	-8,2	10,2	21,5	26,4
ЕМЕА	2,9	3,5	7,0	1,5
Латинская Америка	-1,8	3,7	1,7	11,1
<b>Итого развивающиеся рынки</b>	<b>-18,4</b>	<b>39,5</b>	<b>92,2</b>	<b>83,2</b>

Источник: EPFR Global, расчеты Прайм Марк

В 2009–2010 гг. переток средств фондов из развитых стран в развивающиеся составил \$175 млрд., но в I квартале 2011г. более \$18 млрд. ушли с развивающихся рынков в противоположном направлении. Россия стала главным исключением.

Российский рынок сократил свой традиционный дисконт к ведущим мировым рынкам и теперь торгуется на уровне Бразилии и Турции по мультипликатору P/E. Наиболее недооцененными на нашем рынке остаются сырьевые сектора, такие как нефтегазовый и металлургический. Сектор электроэнергетики даже после коррекции торгуется дороже аналогов из развивающихся стран.

**График. P/E ключевых индексов**



**График. Динамика мультипликатора P/E российского и бразильского рынка**



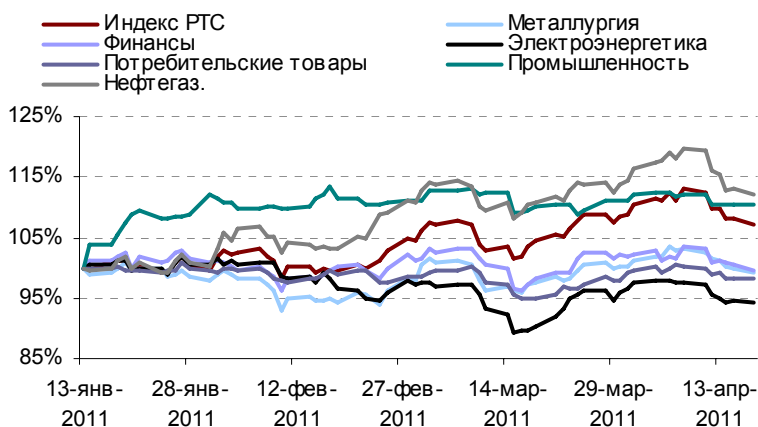
*Дисконт к Бразилии на минимальном уровне с конца 2009г.*

**График. Спред между 5-летними гос. облигациями, проц.-х пунктов**



*Россия торгуется чуть дешевле Бразилии и немного дороже Турции. Потенциал у российского долга еще есть.*

График. Динамика индекса РТС и отраслевых индексов



Источник: РТС, расчеты Прайм Марк

На наш взгляд, зафиксировав прибыль, инвесторы будут переходить из акций сырьевых компаний в акции компаний циклических секторов и концентрироваться на росте внутреннего рынка. На текущем раннем этапе экономического цикла, мы по-прежнему отдаем предпочтение акциям компаний циклических секторов экономики, таких как металлургия, финансовый сектор и сектор розничной торговли, так как они исторически показывают динамику лучше среднерыночной на начальном этапе цикла.

## Сравнительный анализ нефтегазовых компаний

	Страна	Капитализация, \$млн	EV, \$млн	EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EBITDA маржа, %	Чистая маржа, %
<b>Развивающиеся рынки</b>									
Petrochina	Китай	329 992	358 044	1.44	6.51	13.32	2.15	22%	10%
Petrobras	Бразилия	234 393	271 487	1.93	6.26	11.05	1.25	31%	15%
CNOOC	Китай	112 509	106 412	3.08	5.68	11.02	3.44	54%	30%
ONGC	Индия	55 203	53 266	1.92	4.50	9.90	2.41	43%	20%
Indian oil	Индия	18 051	24 709	0.33	7.24	10.17	1.49	5%	2%
China Petroleum	Китай	112 434	142 114	0.43	5.18	9.60	1.65	8%	4%
PTT	Тайланд	34 881	42 536	0.61	6.45	11.27	1.84	9%	4%
<b>Медиана</b>				<b>1.44</b>	<b>6.26</b>	<b>11.02</b>	<b>1.84</b>	<b>22%</b>	<b>10%</b>
<b>Развитые рынки</b>									
Exxon Mobil	США	417 960	425 147	0.84	4.48	10.00	2.74	19%	8%
Chevron	США	213 271	210 532	0.80	3.72	8.65	2.02	21%	9%
Conoco Phillips	США	113 114	126 279	0.54	4.15	10.07	1.64	13%	5%
Total	Франция	141 408	161 112	0.65	3.49	8.30	1.73	19%	7%
ENI	Италия	99 198	133 752	0.87	3.04	8.57	1.33	29%	8%
BP	Великоб-ния	140 279	159 083	0.47	3.33	6.30	1.46	14%	7%
Royal Dutch Shell	Нидерланды	228 803	259 691	0.63	4.32	8.95	1.53	15%	6%
Statoil	Норвегия	89 536	102 578	0.93	2.32	9.16	2.31	40%	9%
<b>Медиана</b>				<b>0.84</b>	<b>3.72</b>	<b>8.65</b>	<b>1.73</b>	<b>19%</b>	<b>8%</b>
<b>Российские компании</b>									
Газпром	Россия	189 607	221 473	1.64	4.09	5.39	0.93	40%	26%
Новатэк	Россия	42 994	43 698	7.44	15.76	24.26	8.23	47%	30%
Лукойл	Россия	58 484	65 822	0.55	3.77	5.75	1.02	14%	8%
Роснефть	Россия	91 702	104 825	1.36	5.24	8.09	1.75	26%	15%
Газпромнефть	Россия	23 416	27 605	0.72	3.90	5.74	1.18	19%	11%
Сургутнефтегаз	Россия	36 988	27 857	1.11	3.15	7.86	1.01	35%	21%
Татнефть	Россия	13 714	18 203	1.18	6.99	10.12	1.45	17%	10%
ТНК-BP	Россия	49 490	52 538	1.31	5.28	8.34	2.52	25%	15%
<b>Медиана</b>				<b>1.24</b>	<b>4.67</b>	<b>7.97</b>	<b>1.31</b>	<b>25%</b>	<b>15%</b>
<b>Премия/дисконт российских компаний к аналогам:</b>									
<i>Развивающиеся рынки</i>				<b>-14%</b>	<b>-25%</b>	<b>-28%</b>	<b>-29%</b>		
<i>Развитые рынки</i>				<b>71%</b>	<b>30%</b>	<b>-9%</b>	<b>-22%</b>		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

## Сравнительный анализ банков

	Страна	Капитализация, \$млн.	P/BV			P / E		ROE	
			2010	2011	2012	2011	2012	2011	2012
<b>Российские банки</b>									
Сбербанк	Россия	83 679	2.59	2.07	1.69	8.56	7.39	25%	23%
ВТБ	Россия	35 522	1.99	1.95	1.69	19.42	12.50	10%	14%
Банк Возрождение	Россия	881	1.60	1.56	1.38	42.69	11.24	4%	11%
Банк Санкт-Петербург	Россия	1 944	2.22	2.12	1.96	12.86	6.20	13%	22%
Банк Москвы	Россия	6 506	2.20	1.53	1.28	8.25	6.98	17%	18%
<b>Медиана</b>			<b>2.20</b>	<b>1.95</b>	<b>1.69</b>	<b>12.86</b>	<b>7.39</b>	<b>13%</b>	<b>18%</b>
<b>Банки Восточной Европы и Турции</b>									
Akbank	Турция	22 025	1.89	1.94	1.77	12.15	10.83	15%	15%
Garanti bank	Турция	21 577	1.99	2.01	1.78	10.66	9.27	18%	18%
Isbank	Турция	15 760	1.28	1.41	1.26	8.84	8.11	16%	16%
OTP	Венгрия	9 289	1.48	1.21	1.10	9.87	7.57	12%	15%
BRE	Польша	5 329	2.23	2.00	1.78	15.43	12.76	13%	14%
Bank Pekao	Польша	17 023	2.49	2.26	2.15	15.19	12.97	15%	17%
PKO BP	Польша	21 171	2.93	2.64	2.29	14.03	11.43	18%	20%
Komerční	Чехия	9 446	2.33	2.17	2.01	11.74	10.61	18%	19%
<b>Медиана</b>			<b>2.11</b>	<b>2.01</b>	<b>1.78</b>	<b>11.95</b>	<b>10.72</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
<b>Банки стран БРИК</b>									
China Construction Bank	Китай	238 251	2.24	1.98	1.74	9.49	7.99	22%	23%
Bank of China	Китай	150 077	1.46	1.39	1.26	8.28	7.18	18%	18%
Bank of Communications	Китай	56 474	1.66	1.45	1.27	7.96	6.62	19%	20%
ICBC	Китай	259 393	2.08	-	-	8.55	6.95	22%	23%
HDFC	Индия	24 763	5.13	4.41	3.87	28.15	25.25	17%	16%
State Bank of India	Индия	40 222	2.11	1.95	1.68	13.27	10.34	15%	17%
ICICI Bank	Индия	29 163	2.48	2.44	2.23	21.81	18.19	11%	12%
Itau Unibanco	Бразилия	98 531	2.53	2.49	2.15	10.19	8.84	24%	24%
Banco do Brazil	Бразилия	51 135	1.68	1.58	1.39	7.48	6.59	21%	21%
Bradesco	Бразилия	70 456	2.41	-	-	9.80	8.61	22%	23%
<b>Медиана</b>			<b>2.17</b>	<b>1.97</b>	<b>1.71</b>	<b>9.65</b>	<b>8.30</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>
<b>Премия/дисконт российских банков к аналогам:</b>									
<i>Восточная Европа и Турция</i>			<b>4%</b>	<b>-3%</b>	<b>-5%</b>	<b>8%</b>	<b>-31%</b>		
<i>Страны БРИК</i>			<b>1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>33%</b>	<b>-11%</b>		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

## Сравнительный анализ компаний черной металлургии

	Страна	Капитализация, \$млн	EV, \$млн	EV/EBITDA		P / E		Маржа EBITDA, % 2011	Чистая маржа, % 2011
				2010	2011	2010	2011		
<b>Развивающиеся рынки</b>									
Gerdau	Бразилия	20 116	27 642	7.24	5.77	12.87	9.28	19%	9%
Usiminas	Бразилия	14 408	16 334	9.04	6.43	17.76	12.00	23%	11%
Tata Steel	Индия	13 716	23 589	6.74	6.09	9.57	8.39	14%	6%
China Steel	Тайвань	16 308	18 615	11.95	10.94	15.10	11.79	19%	15%
Baoshan Iron&Steel	Китай	39 351	44 666	6.40	5.87	9.57	9.08	21%	12%
Posco	Южная Корея	11 473	17 416	8.17	7.67	9.77	9.15	16%	9%
Wuhan Iron&Steel	Китай	19 895	28 369	5.07	4.50	9.07	7.79	17%	7%
Maanshan Iron&Steel	Китай	7 542	11 557	9.98	10.26	29.62	17.24	8%	3%
Hyundai Steel	Южная Корея	4 772	7 172	5.89	5.75	16.52	11.07	11%	4%
<b>Среднее</b>				<b>7.83</b>	<b>7.03</b>	<b>14.43</b>	<b>10.64</b>	<b>16%</b>	<b>8%</b>
<b>Медиана</b>				<b>7.24</b>	<b>6.09</b>	<b>12.87</b>	<b>9.28</b>	<b>17%</b>	<b>9%</b>
<b>Развитые рынки</b>									
Nucor	США	14 212	16 027	7.71	5.70	16.35	11.98	13%	6%
Nippon Steel	Япония	20 714	34 559	6.10	5.67	17.36	10.85	12%	4%
United Steel	США	7 310	10 495	5.65	4.50	12.24	8.06	11%	4%
ArcelorMittal	Люксембург	55 349	75 052	6.80	5.56	12.38	8.82	14%	6%
ThyssenKrupp	Германия	22 283	26 873	4.93	3.86	15.10	9.81	9%	3%
Voestalpine	Австрия	8 004	12 994	6.00	5.29	11.21	8.60	14%	5%
JFE Holdings	Япония	16 651	32 264	6.27	5.64	19.25	10.85	14%	4%
<b>Среднее</b>				<b>6.21</b>	<b>5.17</b>	<b>14.84</b>	<b>9.86</b>	<b>12%</b>	<b>5%</b>
<b>Медиана</b>				<b>6.10</b>	<b>5.56</b>	<b>15.10</b>	<b>9.81</b>	<b>13%</b>	<b>4%</b>
<b>Российские компании</b>									
Северсталь	Россия	18 693	22 782	7.89	5.32	15.10	8.60	24%	12%
Евраз	Россия	15 877	23 061	6.37	5.64	0.00	9.96	24%	9%
НЛМК	Россия	23 517	24 971	7.08	6.53	11.07	9.93	30%	18%
ММК	Россия	10 873	13 578	5.57	4.83	10.68	7.18	21%	11%
<b>Среднее</b>				<b>6.73</b>	<b>5.58</b>	<b>12.28</b>	<b>8.92</b>	<b>25%</b>	<b>13%</b>
<b>Медиана</b>				<b>6.72</b>	<b>5.48</b>	<b>11.07</b>	<b>9.26</b>	<b>24%</b>	<b>12%</b>
<b>Премия/дисконт российских компаний к аналогам:</b>									
<i>Развивающиеся рынки</i>				<b>-14%</b>	<b>-21%</b>	<b>-15%</b>	<b>-16%</b>		
<i>Развитые рынки</i>				<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>-17%</b>	<b>-10%</b>		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

## Сравнительный анализ угольных компаний

	Страна	Капитализация, \$млн	EV, \$млн	EV/EBITDA		P / E		Маржа EBITDA, % 2011	Чистая маржа, % 2011
				2011	2012	2011	2012		
<b>Развивающиеся рынки</b>									
China Shehua Energy	Китай	92 803	91 173	7.24	6.54	13.39	11.92	43%	24%
Henan Shenhua Coal	Китай	4 404	6 051	10.09	7.77	18.83	16.88	25%	8%
Yanzhou Coal	Китай	24 035	26 130	9.79	9.55	15.61	14.84	40%	23%
Shanxi Xishan Coal	Китай	13 127	13 407	10.24	8.45	17.33	14.55	34%	20%
Shanxi Gouyang New Energy	Китай	9 772	9 424	11.36	10.02	22.44	19.63	18%	10%
Tambang Batubara	Индонезия	6 001	5 440	9.75	7.90	14.21	11.41	43%	33%
Adaro Energy	Индонезия	8 405	9 391	6.61	5.06	14.98	11.28	41%	16%
<b>Среднее</b>				<b>9.30</b>	<b>7.90</b>	<b>16.68</b>	<b>14.36</b>	<b>35%</b>	<b>19%</b>
<b>Медиана</b>				<b>9.79</b>	<b>7.90</b>	<b>15.61</b>	<b>14.55</b>	<b>40%</b>	<b>20%</b>
<b>Развитые рынки</b>									
Peabody Energy	США	17 741	19 195	7.42	6.30	12.93	10.91	34%	18%
Massey Energy	США	6 684	7 673	7.94	6.22	18.26	11.87	28%	13%
Alpha Natural Resources	США	6 642	6 842	5.70	4.76	11.71	8.93	29%	15%
Arch Coal	США	5 482	6 998	6.72	5.40	13.70	9.03	31%	15%
Consol Energy	США	11 502	14 964	8.36	6.35	17.92	11.33	37%	16%
Coal&Allied Industries	Австралия	10 458	10 307	7.76	7.78	12.18	12.44	42%	26%
Macarthur Coal	Австралия	3 809	3 598	12.38	7.69	20.25	11.82	45%	31%
New World Resources	Голландия	4 323	4 752	4.76	5.11	8.48	9.20	35%	18%
Exxaro Resources	ЮАР	9 064	9 401	8.06	6.02	7.18	6.60	45%	39%
<b>Среднее</b>				<b>7.68</b>	<b>6.18</b>	<b>13.62</b>	<b>10.24</b>	<b>36%</b>	<b>16%</b>
<b>Медиана</b>				<b>7.76</b>	<b>6.22</b>	<b>12.93</b>	<b>10.91</b>	<b>35%</b>	<b>18%</b>
<b>Российские компании</b>									
Мечел	Россия	12 051	21 560	6.48	5.86	9.14	8.79	28%	13%
Распадская	Россия	5 372	5 399	7.43	4.89	11.49	7.17	64%	44%
<b>Среднее</b>				<b>6.95</b>	<b>5.37</b>	<b>10.32</b>	<b>7.98</b>	<b>46%</b>	<b>28%</b>
<b>Медиана</b>				<b>6.95</b>	<b>5.37</b>	<b>10.32</b>	<b>7.98</b>	<b>46%</b>	<b>28%</b>
<b>Премия/дисконт российских компаний к аналогам:</b>									
<i>Развивающиеся рынки</i>				<b>-25%</b>	<b>-32%</b>	<b>-38%</b>	<b>-44%</b>		
<i>Развитые рынки</i>				<b>-9%</b>	<b>-13%</b>	<b>-24%</b>	<b>-22%</b>		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

## Сравнительный анализ ритейлеров

Компания	Страна	Капитализация, \$млн	EV, \$m	P/E			EV/EBITDA			EV/S		
				10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
X5	Россия	9 820	11 697	32.0	25.8	18.4	14.9	10.0	8.4	1.2	0,8	0,6
Магнит	Россия	12 363	12 637	34.4	25.0	19.0	21.3	14.9	10.9	1.7	1,2	0,9
Дикси	Россия	1 165	1 421	44.2	34.9	25.0	11.2	8.7	7.3	0.7	0,5	0,4
7-й континент	Россия	649	896	14.9	9.8	8.5	6.8	6.0	5.5	0.5	0,5	0,4
<b>Среднее по рос. компаниям</b>				<b>31.4</b>	<b>23.9</b>	<b>17.7</b>	<b>13.6</b>	<b>9.9</b>	<b>8.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>
<b>Ритейлеры развитых стран</b>												
WAL-MART STORES	США	197 392	230 805	11.4	10.7	10.2	6.2	5.8	5.5	0.5	0,5	0,5
TESCO	Великоб-я	54 201	70 700	13.9	12.3	11.1	9.0	8.3	7.6	0.7	0,7	0,7
CARREFOUR	Франция	29 536	41 546	14.0	12.7	10.8	8.1	7.5	6.8	0.4	0,4	0,4
KROGER	США	13 169	20 801	12.0	12.1	11.1	5.3	5.2	5.0	0.2	0,2	0,2
KONINKLIJKE AHOLD	Нидерланды	14 954	16 655	16.0	15.7	14.1	5.6	5.6	5.4	0.3	0,3	0,3
SAFEWAY	США	7 997	12 427	15.2	13.3	12.2	7.0	6.5	6.0	0.4	0,4	0,4
SAINSBURY	Великоб-я	11 031	13 545	19.5	18.3	17.0	10.6	9.8	9.2	0.9	0,9	0,8
COLRUYT SA	Бельгия	8 421	8 345	11.2	10.6	10.0	5.2	5.0	4.8	0.4	0,4	0,4
DELHAIZE GROUP	Бельгия	7 089	10 067	14.1	13.4	12.9	7.0	6.6	6.3	0.4	0,3	0,3
AXFOOD AB	Швеция	1 885	1 910	11.4	10.7	10.2	6.2	5.8	5.5	0.5	0,5	0,5
<b>Среднее по аналогам развитых стран</b>				<b>12,6</b>	<b>11,7</b>	<b>10,8</b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
<b>Ритейлеры развивающихся стран</b>												
WALMART DE MEXICO	Мексика	49 827	48 264	31.9	26.2	21.7	18.9	15.7	13.3	1.9	1,6	1,4
ORGANIZACION SORIANA	Мексика	5 636	6 272	22.9	19.1	16.7	11.0	10.0	9.0	0.8	0,8	0,7
CIA BRASILEIRA	Бразилия	8 092	9 052	18.4	12.9	9.0	5.2	3.6	2.9	0.3	0,2	0,2
SHOPRITE HOLDINGS	ЮАР	7 902	7 712	24.3	21.3	17.8	12.7	11.0	9.3	0.8	0,7	0,6
MIGROS TICARET A.S	Турция	3 252	4 114	53.8	42.1	38.4	17.8	14.9	12.7	1.0	0,8	0,7
BIM BIRLESIK MAGAZALAR	Турция	5 244	5 133	33.7	28.2	23.6	22.1	18.3	15.4	1.2	1,0	0,8
JERONIMO MARTINS	Португ-я	10 233	11 142	24.8	19.9	16.5	11.7	10.1	8.8	0.9	0,8	0,7
EUROCASH	Польша	1 236	1 204	33.8	20.9	15.0	19.4	12.4	9.3	0.6	0,4	0,3
<b>Среднее по аналогам развивающихся стран</b>				<b>29,6</b>	<b>24,0</b>	<b>19,9</b>	<b>16,0</b>	<b>13,3</b>	<b>11,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

### Сравнительный анализ телекомов

	Страна	Капитализация, \$млн.	EV/EBITDA			P / E			Маржа EBITDA, % 2011	Чистая маржа, % 2011
			2011	2012	2013	2011	2012	2013		
<b>Российские компании</b>										
Объед-й Ростелеком	Россия	13 061	4.79	4.66	3.50	9.39	8.90	7.76	37%	12%
MTC (локальные акции)	Россия	18 239	4.53	4.17	3.88	11.6	9.28	8.41	44%	16%
MTC (АДР)	Россия	20 711	5.03	4.63	4.31	13.1	10.5	9.55	43%	16%
Vimpelcom Ltd.	Россия	18 787	4.07	3.78	3.52	9.04	7.89	6.39	47%	18%
<b>Медиана</b>			<b>4.66</b>	<b>4.40</b>	<b>3.70</b>	<b>10.49</b>	<b>9.09</b>	<b>8.08</b>	<b>44%</b>	<b>16%</b>
<b>Компании Восточной Европы и Турции</b>										
Turkcell	Турция	13 099	5.63	5.26	4.69	10.4	9.6	9.3	34%	20%
Magyar Telecom	Венгрия	3 442	4.74	4.84	4.39	12.88	13.20	9.41	39%	11%
Telefonica O2	Чехия	7 773	5.87	5.81	5.83	14.3	13.4	13.0	42%	19%
Telekomunikacja Polska	Польша	8 686	4.78	4.87	4.76	18.3	18.2	16.3	38%	9%
Hellenic Telecom.	Греция	5 502	4.31	4.33	4.55	10.94	9.53	8.12	34%	7%
<b>Медиана</b>			<b>4.78</b>	<b>4.87</b>	<b>4.69</b>	<b>12.9</b>	<b>13.2</b>	<b>9.4</b>	<b>38%</b>	<b>11%</b>
<b>Компании Западной Европы</b>										
Teliasonera	Швеция	34 667	7.03	6.81	6.58	10.2	9.7	9.4	35%	20%
Telenor	Норвегия	27 387	5.49	5.03	4.74	12.1	10.0	8.6	30%	12%
Tele2	Швеция	10 788	6.43	5.80	5.46	14.0	12.3	11.4	26%	13%
Vodafone	Британия	147 747	8.36	8.30	8.16	10.5	10.45	9.94	32%	19%
Mobistar	Бельгия	4 364	6.20	6.21	6.30	13.1	13.0	13.6	32%	14%
Telefonica	Испания	117 741	5.53	5.42	5.33	9.6	9.32	9.11	38%	14%
Deutsche Telecom	Германия	69 386	4.72	4.80	4.80	14.4	13.9	13.2	32%	5%
France Telecom	Франция	59 932	5.02	5.07	5.15	9.04	9.11	9.01	34%	10%
<b>Медиана</b>			<b>5.86</b>	<b>5.61</b>	<b>5.40</b>	<b>11.3</b>	<b>10.2</b>	<b>9.7</b>	<b>32%</b>	<b>13%</b>
<b>Компании Китая и Юго-Восточной Азии</b>										
China Mobile	Китай	188 411	3.92	3.79	3.72	10.01	9.78	9.63	48%	24%
China Unicom	Китай	44 793	5.52	4.86	4.22	46.58	27.62	19.12	37%	4%
Maxis	Малайзия	13 337	9.53	9.19	8.92	16.63	15.84	15.36	49%	26%
Globe Telesecom	Филлипины	2 599	4.58	4.48	4.38	11.86	12.11	11.19	55%	16%
Digi.Com	Малайзия	7 581	8.98	8.52	8.17	17.90	16.62	15.83	43%	21%
M1	Сингапур	1 764	7.64	7.42	7.15	13.34	12.57	12.02	36%	18%
<b>Медиана</b>			<b>6.58</b>	<b>6.14</b>	<b>5.77</b>	<b>14.98</b>	<b>14.20</b>	<b>13.69</b>	<b>46%</b>	<b>20%</b>
<b>Компании Северной Америки</b>										
America Movil	Мексика	115 446	6.06	5.75	5.47	13.9	12.3	11.7	40%	18%
AT&T	США	179 057	5.57	5.39	5.32	12.8	11.9	11.4	36%	12%
Verizon Communications	США	106 647	4.27	3.95	3.80	17.0	14.2	13.5	33%	6%
<b>Медиана</b>			<b>5.57</b>	<b>5.39</b>	<b>5.32</b>	<b>13.87</b>	<b>12.32</b>	<b>11.73</b>	<b>36%</b>	<b>12%</b>
<b>Премия/дисконт рос. телекомов к аналогам:</b>										
<i>Восточная Европа и Турция</i>			<b>-2%</b>	<b>-10%</b>	<b>-21%</b>	<b>-19%</b>	<b>-31%</b>	<b>-14%</b>		
<i>Западная Европа</i>			<b>-21%</b>	<b>-22%</b>	<b>-31%</b>	<b>-7%</b>	<b>-11%</b>	<b>-17%</b>		
<i>Китай и Юго-Восточная Азия</i>			<b>-29%</b>	<b>-28%</b>	<b>-36%</b>	<b>-30%</b>	<b>-36%</b>	<b>-41%</b>		
<i>Северная Америка</i>			<b>-16%</b>	<b>-18%</b>	<b>-30%</b>	<b>-24%</b>	<b>-26%</b>	<b>-31%</b>		

Источник: Bloomberg, расчеты Прайм Марк

## Прайм Марк

Россия, Москва, Саввинская наб. 15,  
"Японский дом", 7 этаж  
Тел/факс: +7 (495) 989-77-52

E-mail: [clients@prime-mark.com](mailto:clients@prime-mark.com)  
Web: [www.primemark.com](http://www.primemark.com)

### Аналитики:

Ленар Хафизов

[l.hafizov@prime-mark.com](mailto:l.hafizov@prime-mark.com)

Денис Тарарышкин

[d.tararishkin@prime-mark.com](mailto:d.tararishkin@prime-mark.com)

Яна Бородина

[y.borodina@prime-mark.com](mailto:y.borodina@prime-mark.com)

Владислав Давыдов

[v.davidov@prime-mark.com](mailto:v.davidov@prime-mark.com)

Айдар Шигабутдинов

[a.shigabutdinov@prime-mark.com](mailto:a.shigabutdinov@prime-mark.com)

### Управляющие:

Андрей Сахаров

[a.sakharov@prime-mark.com](mailto:a.sakharov@prime-mark.com)

Илья Мозговой

[i.mozgovoy@prime-mark.com](mailto:i.mozgovoy@prime-mark.com)

Константин Куш

[k.kusch@prime-mark.com](mailto:k.kusch@prime-mark.com)

---

Настоящий обзор преследует исключительно информационные цели. Информация и мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом документе опубликованы исключительно в информационных целях и не могут рассматриваться как предложение купить или продать упомянутые в нем ценные бумаги и другие финансовые инструменты, а также не имеют целью побудить к совершению таких сделок.

Содержащаяся в настоящем документе информация и мнения основаны на данных, полученных из предположительно достоверных и добросовестных источников, однако Прайм Марк не дает никаких гарантий или поручительств, выраженных или косвенных, в отношении точности, полноты, актуальности или достоверности такой информации. Любые мнения или оценки, содержащиеся в Аналитических материалах, являются частным суждением специалистов компании.

Ни данный обзор, ни какая-либо его часть не подлежит воспроизведению, распространению, опубликованию или передаче какому-либо лицу в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции, законами которой установлены ограничения в отношении перечисленных выше действий. Любое распространение данной презентации или какой-либо её части может быть ограничено законом, и лицо, читающую презентацию, должно обеспечить собственную осведомленность о таких ограничениях и соблюдать их.

Настоящий обзор не является рекламой или предложением ценных бумаг или услуг по доверительному управлению на рынке ценных бумаг в Российской Федерации или в любой другой юрисдикции.

Изложенная здесь информация не может восприниматься как предложение таких услуг, при этом ни настоящий обзор, ни какая-либо ее часть не представляют собой и не могут восприниматься как основание возникновения какого-либо договора или обязательства.