

МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ
И
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА
(08.12.2008 – 12.12.2008)

РИКОМ ■ ТРАСТ
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

**Руководитель аналитического отдела
Абелев Олег Александрович**

**Аналитик
Мурзин Илья Алексеевич**

(499) 241-53-07, 241-52-85 доб. 259, 161

СОДЕРЖАНИЕ:

1. Общий взгляд на рынок.....	3
2. Российский рынок: День за днем.....	4
3. Нефтяной рынок: День за днем.....	6
4. Нефтегазовый сектор.....	7
5. Банковский сектор.....	8
6. Энергетический сектор.....	9
7. Metallургический сектор.....	11

I. Российский рынок

1. Общий взгляд на рынок

<i>Динамика российских фондовых индексов за неделю</i>		
<i>Индекс</i>	РТС	ММВБ
<i>Закрытие 12.12.2008</i>	652,21	620,53
<i>Закрытие 05.12.2008</i>	589,79	562,34
<i>Изменение за неделю, %</i>	10,58	10,35

Вот и стартовала традиционная в декабре пред рождественская пора, только пока большинство участников рынка на нее никак не отреагировали, поскольку сейчас не до этого. Всех интересует простой вопрос: что ждет рынки как минимум до конца месяца и соответственно года? Вероятнее всего, в текущих экономических условиях ждать больших распродаж и роста инвестиционной активности вряд ли стоит, поскольку до прихода новой американской администрации в конце января 2009 года рынок уже заложил возможные риски в текущие цены.

Неделя продемонстрировала, что никакого ралли нет и в помине. Что и требовалось доказать: Есть только слабые и вялые попытки некоторых участников рынка преодолеть серьезное сопротивление на текущих уровнях, но они все сталкиваются с хорошими и добротными продажами на фоне отсутствия серьезных торговых оборотов, что говорит о нерешительности покупателей. Кто знает, возможно, под тем, что называется ралли, будет понят некий резкий ценовой всплеск в последнюю декаду года. Как говорится, на безрыбье и рак рыба:

Участники рынка уже и не думать и гадать 'не смели' о возможном росте отечественных котировок и индексов, как вдруг на фоне позитивной завершившей неделю американской торговой сессии и выросших цен на нефть мы увидели довольно ощутимое движение вверх. Многие поспешили назвать этот процесс предновогодним ралли, но сейчас любой позитивный день с ощутимым ростом можно с успехом назвать ралли. Фундамент для роста пока достаточно зыбок, поэтому говорить о ралли еще довольно рано. Умеренный рост сырьевых рынков и инициативы нового Президента США - еще не гарантии для движения рынков вверх особенно для рынков развивающихся стран, перед которыми сейчас встает угроза пересмотров кредитных рейтингов. На неделе один такой пересмотр уже состоялся: агентство Standard & Poor's снизило кредитный рейтинг на одну ступень и поставило 'негативный' прогноз долгосрочному кредитному рейтингу России по причине снижения резервов и ухудшения конъюнктуры на сырьевых рынках.

Желания инвесторов не всегда совпадают с их возможностями. Похоже, что сейчас наступает именно такое время. Казалось бы, на долгосрочную перспективу на столь привлекательных низких уровнях (например, стоимость бумаг Газпрома уступает стоимости бумаг Роснефти) можно смело покупать, но страх и недоверие к текущей рыночной обстановке вкупе с

небольшим количеством денежных средств у потенциальных покупателей останавливают их от этого необдуманного, по их мнению, шага. Возможно, часть инвесторов и стала бы покупать, но не отечественные бумаги, степень доверия к которым снижалась с мая месяца чуть ли не с каждым днем.

Неутешительные результаты голосования в Конгрессе США по 'автомобильному вопросу' привели мировые рынки в состояние очередного снижения и инвестиционной апатии, и даже заявление Президента РФ Дмитрия Медведева о возможном присоединении РФ к картелю ОПЕК в среднесрочной перспективе и о сокращении уровня добычи и производства нефти и нефтепродуктов никак не повлияли на динамику движения котировок. Рынок нефти отреагировал незначительным ростом в конце недели, но в пятницу все опять вернулось на круги своя. Рост также был связан с подходом экспирации декабрьских фьючерсов.

2. Российский рынок: День за днем

Торги **в понедельник** проходили на фоне незначительных ценовых изменений из-за небольших объемов, хотя изначально все предпосылки говорили об обратном. Глобальное 'потепление' в разгар календарной зимы на зарубежных и на российских биржах произошло на фоне роста оптимистических настроений инвесторов в том, что новый президент США Барак Обама сможет принять объявленную программу мер помощи своей стране для преодоления экономического спада. Вчерашние заявления представителей ОПЕК о возможном значительном сокращении квот на добычу нефти поспособствовали росту цен на нефть, что, конечно, было позитивно встречено отечественными инвесторами. Конечно, без отрезвляющих и охлаждающих пыл игроков сообщений в этот день также не обошлось - международное рейтинговое агентство Standard & Poor's сократило суверенный рейтинг Российской Федерации до уровня ВВВ. Лидерами прошедших торгов стали такие сектора, как: топливно-энергетический и металлургический, с выгодной стороны себя показали и производители химических удобрений, такие, как: Уралкалий и Акрон.

Торги **во вторник** проходили гораздо активнее, чем в первую торговую сессию на неделе. Как это уже обычно распространено на российском рынке, день роста на биржевых площадках сменил день снижения. Симбиоз новостей из США, Еврозоны и Японии дал свои неутешительные результаты. Проблемы в экономике Японии были связаны с вышедшими данными статистики по ВВП, а что касается еврозоны, то здесь вышла плохая информация по сокращению промпроизводства в Великобритании и дефициту торгового баланса во Франции. Завершили картину дня новости от крупнейших американских промышленников, которые существенно

снизили планы на будущее. В рамках разнонаправленного изменения котировок абсолютно по-другому себя вели бумаги металлургов - они показывали уверенный рост.

Торги **в среду** проходили на фоне нейтрального внешнего фона, что поспособствовало позитивному открытию биржевых площадок. На рынок по-разному влияли факторы разной степени эмоциональности: если снижение индексов в США накануне стало негативным моментом, то уверенный рост фьючерсов на заокеанские индексы, закрытие в позитивной зоне азиатских площадок, и рост цен на нефть каким-то образом скомпенсировали потери. Правда, все вышеназванные факторы активности рынку не прибавили, поскольку объемы торгов продолжали существенно снижаться на фоне фиксации прибыли со стороны участников рынка и ожиданий продолжения ралли. Основная активность была сконцентрирована в бумагах нефтяного сектора после выхода сообщения о том, что экспортная пошлина на нефть в России с 1 января 2009 года может быть установлена в размере \$117-119 за тонну. Пошлина будет установлена, если за период наблюдений с 15 ноября по 14 декабря 2008 года средняя цена нефти марки Urals составит \$43-44 за баррель.

В четверг торги на российском рынке открылись с незначительным повышением по причине нейтрального внешнего фона, но после открытия индексы сразу же пошли вниз практически до середины торгов, после чего начались мощные покупки, которые продолжались до выхода статистических данных в США. После выхода последних практически до конца торгов на рынке наблюдалось боковое движение, чему способствовала дорожающая нефть. Также рынок отреагировал на информацию о том, что дефицит платежного баланса 27 стран Евросоюза (ЕС) в III квартале 2008 года вырос более чем в 2,5 раза до 26 млрд. евро по сравнению с дефицитом в 10 млрд. евро в III квартале 2007 года, но по сравнению со II кварталом 2008 года, когда дефицит платежного баланса составлял 31 млрд. евро данный показатель снизился на 16%. Новости оказали позитивный характер на европейские рынки и потянули за собой российские бумаги, но эйфория продолжалась недолго - до публикации данных о дефиците торгового баланса и состоянии рынка труда в США.

В пятницу торги на российском рынке акций открылись существенным гэпом вниз из-за резко негативного внешнего новостного фона: снижения американских индексов в свете слабой статистики по рынку труда и провала переговоров в Сенате США из-за разногласий республиканцев и демократов, в результате чего законопроект о финансовой помощи трем крупнейшим автопроизводителям страны так и не был принят. Выход большого количества статистики из США (статистика по инфляции и розничным продажам) из-за отклонения плана помощи автопроизводителям остался без внимания инвесторов.

3. Нефтяной рынок: День за днем

В понедельник цены на фьючерсы марок Brent и Light Sweet преимущественно росли из-за снижения курса доллара после объявления планов правительства США по спасению автомобильной промышленности. С начала дня долларový спотовый индекс, отражающий изменения курса доллара по отношению к ведущим мировым валютам, снизился на 1,5%, что существенно повысило количество покупок нефтяных фьючерсов. Росту цен на нефть также поспособствовали и технические покупки фьючерсов, которые за минувшую неделю снизились приблизительно на 25%.

Во вторник фьючерсы впервые в этом месяце подорожали за один день почти на 8,5%, из-за чего технические покупки были существенно затруднены. Вчера американский доллар значительно укрепил свои позиции на мировом валютном рынке и частично отыграл потери предыдущего дня, а иначе рост цен на нефть мог быть еще более мощным. Надо отметить, что в свете принятия новым президентом США Бараком Обамой новых мер по улучшению ситуации в американской экономике и в автомобильной отрасли рынок нефти в долгосрочной перспективе должен несколько отрасти. Пока же поддержку нефтяному рынку оказывают ожидания дополнительного сокращения нефтедобычи странами ОПЕК, которое может составить до 2 млн. баррелей в сутки.

В среду на рынке наблюдался уверенный рост, причем порой увеличение стоимости по ряду фьючерсов с начала дня составляло около 6,5% на фоне технических покупок и ослабления позиций доллара на мировом валютном рынке. Рост мог бы быть еще более существенным, если бы не опасения инвесторов, что основная тенденция и ценовой тренд на торгах установятся только после публикации данных о запасах нефти и нефтепродуктов в США за первую неделю декабря.

В четверг фьючерсы марок Light Sweet и Brent вчера торговались в позитивной зоне, причем настолько позитивной, что максимальный рост нефтяных котировок с открытия составил почти 6%; цена достигла \$45 за баррель. Столь мощный рост объяснялся вчера активными покупками на фоне довольно сильного ослабления позиций доллара на мировом валютном рынке и вышедшего прогноза Международного энергетического агентства (МЭА), в котором говорится о возможности сокращения в 2008 году потребления нефти в мире впервые за последние 25 лет. По сравнению с 2007 годом спрос должен снизиться на 200 тыс. баррелей в сутки.

В пятницу на рынке котировки снижались на 6-7%. На следующей неделе самым значимым событием станет заседание ОПЕК 17 декабря, от которого участники торгов ожидают существенного сокращения объемов добычи нефти, аналогичных действий ждут и от России, о которых должно стать известно до заседания ОПЕК, что может поддержать нефтяные цены.

4. Нефтегазовый сектор

В четверг ЛУКОЙЛ обнародовал отчетность за 9 месяцев 2008 года по стандартам МСФО, согласно которым выручка компании в III квартале составила \$32,6 млрд., EBITDA составил \$5,8 млрд., чистая прибыль достигла \$3,5 млрд.

Мы считаем, что продемонстрированные результаты за III квартал 2008 года стоит признать позитивными, поскольку они оказались несколько выше ожиданий инвесторов, что должно должным образом отразиться на котировках ЛУКОЙЛа в краткосрочной перспективе.

Основной негативный момент в отчетности связан с резким снижением рентабельности по чистой прибыли и по EBITDA из-за снижения нефтяных цен в отчетном периоде при сохраняющихся высоких расходах компании на уплату НДС и экспортную пошлину из-за методики их вычисления, связанной с ценой на нефть в предыдущие отчетные периоды.

У нас есть возможность провести сопоставление отчетности ЛУКОЙЛа с недавно обнародованной отчетностью другого крупного нефтяного игрока - Роснефти. В результате мы приходим к выводу, что темпы уменьшения прибыли ЛУКОЙЛа оказались ниже из-за гораздо большей доли переработки нефти в своем бизнесе, чем у Роснефти, поэтому изменение цен на углеводороды влияет на финансовые показатели компании косвенно, а не прямым образом. Мы ожидаем продолжения подобной тенденции разумного снижения прибыли ЛУКОЙЛа и по итогам года.

Из других заслуживающих моментов отчетности стоит выделить рост производственных издержек, которые росли с самого начала года (даже в периоды роста цен на нефть до мая 2008 года), что связано с ростом затрат на производства нефтепродуктов. Мы надеемся, что издержки по добыче и переработке нефти будут эффективно контролироваться, чему будет способствовать снижение цен на углеводороды.

Исходя из всего вышесказанного, мы ждем сохранения темпов изменения финансовых результатов компании по итогам года, т.е. разумного снижения прибыли по причине страхования компанией рисков от снижения цен на нефть и преобладании в выручке доходов от экспорта нефтепродуктов с высокой добавленной стоимостью. Снижение цен сильно ударит по финансовому положению компании в I квартале 2009 года, когда прибыль может сократиться на 50-60%.

Федеральная таможенная служба РФ сообщила о снижении в январе-октябре 2008 года экспорта нефти на 7,44% по сравнению с тем же периодом 2007 года. Доходы от нефтяного экспорта, наоборот, выросли на 51,2% и составили \$136,7 млрд. Экспорт газа из РФ за 10 месяцев 2008 года вырос на 9% до уровня в 147,5 млрд. куб. м, а доходы от его экспорта увеличились на 70% до уровня в \$55 млрд.

В понедельник появилась информация, что освоение Штокмановского газоконденсатного месторождения на 70% будет финансироваться из заемных средств. Остальные 30% будут вкладывать основные партнеры проекта. Штокман остается экономически привлекательным при уровне цен на нефть в \$50-60 за баррель.

Газпром нефть снизила прогноз по добыче нефти на 2008 год. Согласно свежим прогнозам, компания планирует добыть 30,8 млн. тонн вместо планировавшихся ранее 31,2 млн. тонн. Общая консолидированная добыча с учетом совместных предприятий в нынешнем году ожидается компанией на уровне 46,3 млн. тонн.

Газпром в среду обратился в правительство с просьбой установить нулевые ставки НДС и НДС, а также отменить экспортные пошлины для газа со Штокмановского месторождения. Такая просьба вызвана столкновением участников проекта с рядом сложностей, поскольку с 2005 года индекс индустриальных цен на основные материалы, используемые в проекте, вырос на 100%. Из-за снижения цен на углеводороды компании сталкиваются со сложностями в привлечении заемных средств. Газпром вчера недвусмысленно намекнул, что в будущем инвестиционная программа холдинга может натолкнуться на финансовые проблемы.

В среду вышла информация о том, что российское правительство готово оказать политическую поддержку ЛУКОЙЛу в приобретении 29,99% акций испанского нефтяного гиганта Repsol. В среду же международное рейтинговое агентство Standard & Poor's изменило прогноз по рейтингам ЛУКОЙЛа с "позитивного" на "стабильный". Долгосрочный кредитный рейтинг компании был оставлен на уровне ВВВ-.

5. Банковский сектор

На неделе председатель совета директоров и основной владелец УРСА Банка Игорь Ким вместе с основным акционером МДМ-Банка Сергеем Поповым провели совместную конференцию, на которой подтвердили планы обоих банков об объединении.

Согласно сделанным заявлениям, объединение банков планируется провести в три этапа:

а) на первом этапе доли всех акционеров каждого банка будут объединены в рамках единой холдинговой компании, которая будет российским юридическим лицом и акционером МДМ-Банка. Объединение долей акционеров должно пройти в течение полугода.

б) на втором этапе единая холдинговая компания должна будет присоединиться к МДМ-Банку, после чего к вновь образованной будет присоединён в свою очередь УРСА Банк. Все присоединения должны занять еще около полугода.

в) на третьем этапе пройдет операционная и финансовая интеграция всего бизнеса банков, которая займет около года.

Таким образом, весь процесс объединения ориентировочно должен занять около 1,5 лет.

При объединении долей акционеров банков сначала будут объединены пакеты двух владельцев банков Игоря Кима и Сергея Попова в рамках создаваемой совместной компании, которой оба акционера будут владеть на паритетных началах. Напомним, что Игорь Ким сейчас владеет около 35% обыкновенных акций УРСА Банка, а Сергей Попов владеет около 77% МДМ-Банка.

Скорее всего, акционеры привилегированных бумаг УРСА Банка не пострадают от объединения банков, поскольку при объединении на первом этапе все бумаги на руках у миноритариев сохранятся в новой компании. Любые изменения в устав банка, которые теоретически способны как-то повлиять на права держателей привилегированных акций, должны быть одобрены не менее 75% владельцев привилегированных акций. Отметим, что после объединения двух банков должна возрасти и чистая прибыль объединенной компании, что даст дополнительную выгоду миноритариям УРСАбанка в виде дивидендов по акциям и увеличению вероятности их выплаты.

В среду Сбербанк сообщил о том, что фактический приток депозитов физических лиц в банк за первую неделю декабря составил 18,5 млрд. руб. Если сравнивать эту сумму с сопоставимыми показателями, то результаты получаются следующие: за ноябрь приток депозитов составил 11 млрд. руб., тогда как в октябре был зафиксирован рекордный отток с депозитов на уровне чуть менее 100 млрд. руб. Рост депозитов с начала года составил 8,8%. Резкий приток депозитов в начале декабря связан с ростом процентных ставок и с более эффективной маркетинговой кампанией банка.

Приток депозитов в первой декаде декабря придает оптимизма. Рост депозитной базы в 3,8 раза за одну неделю превысил средний показатель за неделю в 2008 году и стал сопоставим с месячной нормой прироста депозитов.

Мы считаем, что столь мощный рост депозитной базы достаточно логичен, но дальнейший прирост депозитной базы будет диктоваться текущей экономической ситуацией и курсом национальной валюты.

б. Энергетический сектор

В понедельник стало известно, что Газпром, который является стратегическим инвестором для ТГК-1 решил отказаться от проведения дополнительной эмиссии бумаг компании в 2009 году, поскольку рассчитывает на поддержку государства в вопросе финансирования инвестиционной программы генерирующей компании. Правда о форме желаемой поддержки со стороны государства Газпром умолчал, но сейчас стало ясно, что реализация ряда пунктов инвестиционной программы ТГК-1 в случае получения поддержки от государства в лице министерства энергетики может быть сдвинута на более поздний срок.

Потребности ТГК-1 в инвестиционных средствах оцениваются примерно в 40 млрд. рублей, а в будущем году дефицит финансирования у генерирующей компании превысит 10 млрд. руб. В случае проведения дополнительной эмиссии доля миноритариев была бы увеличена, поскольку размещение проводилось бы по цене, близкой к рыночной, что представляло собой некоторую угрозу в успешном дополнительном размещении бумаг, а теперь в случае получения поддержки со стороны государства разводнения доли миноритариев не произойдет, что должно позитивно отразиться на котировках.

Во вторник РусГидро обнародовала финансовую отчетность по стандартам МСФО за I полугодие 2008 года, согласно которой рост выручки компании составлен 35% и был связан с увеличением отпускной цены на электроэнергию и мощность, а также с расширением доли свободного рынка. За отчетный период компания произвела 40,5 млн. кВтч. Электроэнергии, а полезный отпуск тепла составил 39,6 млн. кВтч., что примерно соответствует плановым величинам.

Отметим, что размер операционных компании вырос на 32%. Позитивен тот факт, что прирост выручки опережает темп прироста затрат (правда, несущественно). Основными статьями роста операционных расходов стали расходы на покупную электроэнергию, на персонал и на услуги сторонних организаций.

Что касается роста затрат на покупную электроэнергию, то связано с постоянным увеличением доли свободного рынка и, следовательно, увеличением объемов электроэнергии, которую РусГидро покупает для реализации обязательств по регулируемым договорам. Рост затрат на персонал связан с ростом количества работников в 2008 году и с ростом средней заработной платы. Правда, уже с 2009 года эти затраты компания будет снижать путем сокращения численности персонала на 17-20%. Рост затрат на услуги сторонних организаций связан с увеличением объема производимых работ и с ростом цен на необходимые компании услуги в целом по отрасли.

Мы считаем, что незначительное превышение темпов роста выручки над темпами роста затрат говорит о способности компании в тяжелые времена чуть-чуть повышать рентабельность. Надеемся, что компания предпримет своевременные меры по оптимизации затрат в 2009 г., поскольку отчетность за 2008 год объективно вряд ли будет лучше, чем в 2008 году, поскольку в отчетном периоде плановые показатели производства будут сильно отличаться от фактических по причине роста затрат.

7. Металлургический сектор.

Во вторник НЛМК объявил о продаже 70%-ного пакета одного из своих непрофильных активов - Туапсинского морского торгового порта, в рамках которой миноритарным акционерам порта будет сделана оферта по цене покупки \$0,045 за акцию. Сумма сделки составляет около \$250 млн., а в качестве покупателя выступит компания Universal Cargo Logistics Holding (UCLH), бенефициаром которой является председатель совета директоров НЛМК Владимир Лисин. Отметим, что сделка уже получила одобрение совета директоров компании и государства в лице ФАС.

Мы считаем, что данная сделка является позитивной для НЛМК, поскольку компания получает в условиях кризиса и проблемами с ликвидностью значительный объем денежных средств, которые сможет направить на финансирование своей операционной деятельности.

Из негативных моментов отметим слишком завышенную оценку непрофильного для компании актива в размере \$366 млн. Оценка актива в 13,5 P/E существенно выше фактического показателя Туапсинского МТП, который составляет 7,5. Исходя из соответствия, справедливая оценка порта составляет около \$140 млн.

В четверг ММК обнародовал финансовую отчетность по МСФО за 9 месяцев 2008 года, согласно которой выручка выросла на 50% и составила \$9,2 млрд., EBITDA компании прибавила 40% и составила \$2,67 млрд., а чистая прибыль увеличилась на 42% до уровня в \$1,48 млрд. Как ни странно, текущая кризисная ситуация не сильно отразилась на финансовых показателях компании по итогам 3-х кварталов из-за основного снижения цен на металлы, начиная с октября и по причине благоприятной конъюнктуры основных рынков сбыта. Выручка компании в отчетном периоде не намного выросла по сравнению с выручкой за II квартал (+1,3%), как и показатели EBITDA, чего нельзя сказать о чистой прибыли, которая оказалась значительно ниже показателя второго квартала. Вероятнее всего, это связано с переходом компании на стандарты МСФО со стандартов US GAAP, из-за чего выросли суммы амортизационных отчислений.

Мы считаем, что опубликованная отчетность является нейтральной, поскольку финансовые результаты по большому счету совпали с ожиданиями рынка, а снижение чистой прибыли не оказало существенного влияния на денежный поток компании, но по итогам года спад производства отразится на финансовых результатах. По прогнозам руководства менеджмента, годовая выручка компании должна составить \$10,4 млрд., а рентабельность по EBITDA снизится с нынешних 29% до 26%, поэтому чтобы успешно противостоять кризису, компании придется сокращать инвестиционную программу и делать акцент на выпуск продукции с глубокой степенью переработки.

Настоящий обзор был подготовлен аналитическим отделом ЗАО «ИК «РИКОМ - ТРАСТ» и носит исключительно информационный характер. Данная информация не может рассматриваться как обязательство компании по заключению сделок с инвестиционными инструментами, упоминаемыми в публикации. Информация, содержащаяся в обзоре, получена из источников, признаваемых нами достоверными, однако мы не гарантируем ее полноту и точность. ЗАО «ИК «РИКОМ - ТРАСТ», ее клиенты и сотрудники могут иметь позицию или какой-либо интерес в любых сделках и инвестициях прямо или косвенно упоминаемых в настоящей публикации. ЗАО «ИК «РИКОМ-ТРАСТ» и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания. Мы напоминаем, что любые инвестиции в российские ценные бумаги связаны со значительным риском.

15 декабря 2008 года