

**МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ**  
**И**  
**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА**  
**(16.02.2009 – 20.02.2009)**

**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.....	5
4. Нефтегазовый сектор.....	6
5. Банковский сектор.....	8
6. Энергетический сектор.....	9
7. Metallургический сектор.....	10
8. Телекоммуникационный сектор.....	11
9. Потребительский сектор.....	11

1. Общий взгляд на рынок

<i>Динамика российских фондовых индексов за неделю</i>		
<i>Индекс</i>	<b>РТС</b>	<b>ММВБ</b>
<i>Закрытие 20.02.2009</i>	517,22	631,66
<i>Закрытие 13.02.2009</i>	624,21	732,21
<i>Изменение за неделю, %</i>	<b>17,1</b>	<b>13,7</b>

Вот и вернулись старые и милые сердцу остановки торгов. Думается, что многие участники торгов уже успели по ним соскучиться за прошедшие 1,5-2 месяца. Произошло это по нескольким причинам: и из-за неверия инвесторов в подписанный накануне пресловутый план Обамы, и из-за возврата участников рынка с фондового рынка на валютный после того, как там стали снова проявляться девальвационные тенденции. В результате вчера многие отечественные бумаги, а также индексы уже подобрались к своим уровням поддержки. Будем надеяться, что рост американских фьючерсов вкупе с ростом из собратьев в Европе заставят рынок все-таки отскочить вверх. Сейчас даже сам факт отскоков евро на международном валютном рынке никак не может отразиться на российском рынке, поскольку доллар-рубль будет бить максимумы с завидной частотой.

Последние дни на российском рынке преобладает явно позитивное настроение, и связано оно, прежде всего, с завершением (возможно, и временным) девальвации рубля и приходом довольно больших по объемам (возможно, и стратегических) покупок в ряде секторов. В частности, в пятницу довольно большие объемы, отличные от обычных в последнее время, наблюдались в металлургических бумагах. Все эти моменты дают почву для раздумий о том, что наблюдение российского рынка в январе явилось не более чем реакцией на ослабление валюты и снижения цен на нефть вкупе со страхами по поводу замедления экономики.

Сейчас инвесторы всего мира по-прежнему обеспокоены тем, что экономическая ситуация ухудшается значительно быстрее, чем ожидалось и уже давно не скрывают своего скепсиса относительно того, что вот-вот вскорости принятый пакет мер по стимулированию экономики сумеет произвести должный эффект. Сегодня все должно быть спокойно с учетом того, что американские биржи закрыты в связи с празднованием Дня президента. Это даже может позволить сыграть на повышение на российском рынке.

Процессы мировой экономики движутся своим чередом - рейтинги российским эмитентам снижаются, рубль продолжает медленно, но верно девальвироваться, планы стабилизации экономики принимаются: Только все эти мероприятия, по большому счету, являются уже давно оторванными друг друга, чем и опасен нынешний мировой кризис. Когда нет 'спайки' между основными рынками, получается то, что получается: метания инвесторов с валютного рынка на фондовый и обратно, непоследовательная политика ряда центральных банков развитых и

развивающихся стран, крайне высокая волатильность и полная оторванность рыночных цен и капитализаций компаний от их фундаментальных оценок. Сейчас все российские инвесторы с пристальным вниманием следят за курсом бивалютной корзины и ждут: пробьет или не пробьет ее стоимость пресловутый 41 рубль? От этого и будет зависеть вся динамика российского рынка в ближайшее время.

Активное удержание ЦБ цены бивалютной корзины на объявленном уровне в 41 рубль дается непросто: на глазах тает профицит торгового баланса (по всей видимости, 2009-й год мы завершим уже с отрицательным значением), тают и размеры золотовалютных резервов. А что делать? Приходится подкреплять делами свои 'словесные интервенции', высказанные около месяца назад. Вчерашний день вписывается в эту канву довольно четко: даже рубль несколько укрепился, но говорить о резком и постоянном переходе инвесторов с рынка валютного на рынок фондовый еще преждевременно. Пока последние 'мечутся' в поисках лучшей доли. О фундаментальных оценках пока стоит забыть и долго не вспоминать: как только появляется какая-нибудь фраза о возможной и скорой стабильности, так сразу же срабатывает обратный эффект: свежие экономические данные и новости указывают в строго противоположном направлении.

## *2. Российский рынок: День за днем*

**В понедельник** торги на российском рынке акций ознаменовались началом коррекции вниз, поскольку игроки вдруг вспомнили, что индексы в США пребывают совсем недалеко от минимумов, поэтому малая толика негативной информации приведет к тому, что "дно" будет обновлено. Объемы торгов на рынке оставались невысокими на фоне отсутствия сессии в США в связи с празднованием Дня президента, но торги срочными инструментами проходили, и динамика фьючерсов на американские индексы не внушала оптимизма. По итогам сессии российские индексы продемонстрировали умеренное снижение.

Торги **во вторник** проходили при повышении оборотов на фондовых площадках под лозунгом 'догнать и перегнать'. В этом стремлении мы даже умудрились почти в два раза обогнать европейские и американские рынки в процессе своего снижения. Активные продажи повлекли за собой целую вереницу последствий: очередное резкое снижение на рынке нефти, не менее резкий рост доллара относительно рубля, и массу новостей о крупных потерях, которые уже успели понести западные банки от своей деятельности в России. Вот и до привычной и милой сердцу остановки торгов снова добрались, поскольку технический индекс упал более, чем на 5%. Еще одним неприятным событием стало сообщение от рейтингового агентства Standard & Poor's о том, что оно ожидает снижения ВВП в РФ в текущем году на 20% в долларовом выражении, а это может стать дополнительным фактором кредитного риска. Снижение котировок вчера

наблюдалось по всему спектру ценных бумаг - начиная от нефтегазовых компаний и банков, заканчивая электроэнергетиками.

Торги на российском рынке **в среду** стартовали негативно: в первой половине торгов активно накапливались негативные тенденции, которые начались еще во вторник. В результате в 13:05 мск биржа ММВБ снова была вынуждена остановить торги на час, но в отличие от вторничной торговой сессии вчера приостановка торгов пошла инвесторам на пользу: те несколько успокоились, и во второй половине дня на рынок пришел пусть слабый, но все же позитив. Индексы немного отыграли часть утреннего снижения на фоне позитивного открытия торгов в США.

Вообще все последние 'негативные всплески' на рынке связаны с крайне неустойчивой динамикой движения курса рубля. Как курс растет - так и основные индексы российского рынка повторяют за ним эту нехитрую процедуру, и наоборот. Вот и вчера рубль с утра стал снижаться, но во второй половине дня, когда игроки увидели динамичный рост российских активов, он несколько приостановился, тогда приостановил падение и российский рынок.

Торги **в четверг** на российском рынке акций проходили в приподнятом настроении на фоне растущих фьючерсов на американские индексы, пусть незначительного, но все же укрепления рубля, и роста нефтяных фьючерсов. Естественно, что все наложившиеся вчера события не могли пройти мимо отечественных инвесторов, что и позволило российским бумагам продемонстрировать довольно сильное повышение котировок по итогам торгов.

**В пятницу** торги на российском рынке акций открылись снижением цен большинства ликвидных бумаг. Внешний новостной фон, сформировавшийся к утру, неоднозначный. В дальнейшем торги проходили под знаком снижения индексов, поскольку многие инвесторы решили банально уйти на праздники, имея в портфеле наличные деньги. Да и кроме внешнего негатива на инвесторов оказывал давление фактор предстоящих длинных выходных. К закрытию вышел свежий индекс потребительских цен в США, который оказался чуть лучше ожиданий и еще сподвиг участников рынка зафиксироваться и выйти в деньги.

### *3. Нефтяной рынок: День за днем*

**В понедельник** торги принесли только негатив на мировые торговые площадки на фоне плохих макроэкономических данных из Азии, причем больше всего инвесторы были разочарованы цифрами из Японии. Учитывая тот факт, что эта страна является крупнейшим после США и Китая потребителем нефти в мире, участники рынка в первую очередь обратили свое внимание на сокращении в ней спроса на топливо. На этом фоне цены на нефть WTI опустились ниже \$37 за

баррель. Нефтяные биржи в Соединенных Штатах в понедельник были закрыты - в связи с празднованием Дня президента торги проходили только на электронных площадках.

**Во вторник** общая ситуация продолжала описываться технической коррекцией перед предстоящим возобновлением торгов в США, где понедельник был нерабочим днем. В результате нефтяные котировки сохраняли свое пребывание в узком диапазоне, что демонстрировало невысокий интерес инвесторов к операциям на этом рынке, а также отсутствие фундаментальных новостей, которые способны вытащить рынок вверх. Цена барреля Brent снизилась до \$40,2, а WTI добрались до \$35 за баррель.

**В среду** наблюдалось оживление на фоне технических покупок нефтяных фьючерсов, которые довольно сильно просели накануне: во вторник цена барреля смеси Brent на бирже в Лондоне упала на 5,2% и опустилась до самого низкого уровня за последние 2 месяца, чуть не уйдя ниже уровня в \$40 за баррель. Подобные отскоки вниз компенсировались незначительным ростом до уровня в \$40,5 за баррель Brent и до \$38,5 за баррель Light Sweet.

**В четверг** торги проходили в позитивной зоне по причине возобновления активных технических покупок. В результате цена нефти Brent выросла на 4%. Цена барреля Brent на закрытии составила \$42, а WTI закрылась на \$39. Начиная со среды, цены на нефть снизились в среднем на 8%, что и послужило причиной повышенного интереса к покупкам. Также покупки происходили и на фоне ожидания публикации данных о запасах нефти и нефтепродуктов в США.

**В пятницу** рынок продолжил отыгрывать вышедшие накануне данные о запасах нефти и нефтепродуктов в США, что стало сюрпризом для аналитиков и участников рынка, привычно ожидавших роста запасов. Впервые за долгое время запасы нефти в стране продемонстрировали отрицательную динамику. Рынки незамедлительно отреагировали на позитивную новость. По-видимому, усилия картеля ОПЕК наконец-то стали приносить плоды, поскольку импорт нефти в США стал снижаться. Производство в странах, не входящих в картель, падает, а объемы сокращения добычи к настоящему времени в целом превысили 3 млн. баррелей в сутки.

#### 4. Нефтегазовый сектор

Активные продажи в начале недели были вызваны новыми претензиями Федеральной антимонопольной службой к ЛУКОЙЛу, ТНК-ВР, Газпром нефти и Роснефти за поддержание необоснованно высоких цен на розничном и оптовом рынках нефтепродуктов.

В понедельник информационное агентство Reuters сообщило, что ЛУКОЙЛ ведет переговоры с зарубежными банками о привлечении нового кредита на \$1,5 млрд. Отметим, что несколько месяцев назад ЛУКОЙЛ уже привлек заем Газпромбанка на \$1 млрд., из чего можно сделать вывод, что у компании существуют серьезные проблемы с ликвидностью.

В понедельник Банк развития Китая подписал с компаниями Роснефть и Транснефть документы о предоставлении им кредита на \$25 млрд. в обмен на долгосрочные поставки нефти в Китай. В Пекине переговоры провел вице-премьер РФ Игорь Сечин. В этот раз китайской стороной никакие жестких условий кредитования не стали барьером как раньше, когда вышеупомянутые российские компании отказались от кредита. Сейчас все оказалось предельно ясно: деньги прежде всего.

Газпром сообщил о приобретении в собственность 12,5%-го пакета акций белорусского Белтрансгаза. Теперь доля белорусского предприятия, принадлежащая Газпрому, составляет 37,5%.

Во вторник появилась информация, что Роснефть может отказаться от выплаты дивидендов за 2008-й год. Руководство компании дало понять, что с одной стороны, дивиденды сами по себе являются для компании привлекательным ресурсом, а с другой дивиденды надо платить, поскольку это формирует доверие инвесторов и закладывает фундамент для последующего роста капитализации компании. Естественно, что информация об отказе от выплаты дивидендов в год, когда компания заработала рекордную прибыль, была воспринята инвесторами крайне негативно.

ЛУКОЙЛ сообщил о том, что досрочно оплатил покупку 49%-го пакета в НПЗ ISAB на Сицилии итальянской компании ERG, который стоил около 1,5 млрд. евро. Отметим, что согласно ранее заключенной договоренности с ERG ЛУКОЙЛ мог оплатить свою долю в заводе до октября 2009 года. Досрочная оплата в условиях дефицита ликвидности было негативно воспринято рынком.

Газпром объявил, что в ближайшее время ожидает получения лицензий на участки проекта Сахалин-3 без конкурса в рамках договоренности с правительством РФ. Напомним, что в мае 2008-го года правительство РФ передало газовому концерну на внеконкурсной основе Кириновское месторождение проекта Сахалин-3.

В четверг НАК 'Нафтогаз Украины' сообщил о возможном ухудшении ситуации с расчетами с Газпромом по причине резкого повышения задолженности коммунальной теплоэнергетики перед украинской компанией. Общая задолженность коммунальщиков перед Нафтогазом составляет около \$570 млн. и продолжает увеличиваться.

В четверг прошла презентация Газпрома для инвестиционного сообщества, на которой стало известно, что дочерняя компания монополиста Газпром нефть в этом году планирует сократить добычу нефти на 4,5% до 44 млн. тонн, а переработку увеличить на 11% до 31 млн. тонн. Отметим, что среди основных российских вертикально интегрированных нефтяных компаний именно Газпром нефть имеет самую значительную долю переработки собственной нефти на принадлежащих ей НПЗ (около 60%). Таким образом, если следовать заявленной стратегии компании, то по итогам года эта доля еще больше возрастет (примерно до 70-75%). Этот

шаг представляется вполне разумным, поскольку в текущих экономических условиях получение продуктов с высокой добавленной стоимостью должно стать фундаментом для поддержки необходимого уровня финансовой устойчивости компании и постоянных инвестиций в добычу.

Напомним, что несколько недель назад Газпром нефть приобрела 51%-й пакет в сербской нефтяной компании NIS, которая добывает около 1,1 млн. тонн нефти в год и имеет собственные НПЗ общей мощностью 7,5 млн. тонн в год. С учетом этой покупки планы Газпром нефти по увеличению уровня переработки на 3 млн. тонн в текущем году являются достаточно реалистичными. Более того, не исключена вероятность в ближайшем будущем еще большему увеличению доли переработки в связи с тем, что компания должна будет инвестировать в сербские активы около 0,5 млрд. евро в ближайшие 3 года, что будет способствовать повышению переработки.

Но не стоит забывать и о тревожных моментах, а именно: о возможном снижении уровня добычи в текущем году, поскольку уже сейчас ясно, что компания вряд ли будет в состоянии финансировать вложения в поддержание добычи на докризисном уровне, а никаких новых крупных месторождений вводить в строй в ближайшее время не планируется в отличие от ЛУКОЙЛа и Роснефти. Газпром пока принадлежащие ему права на нефтяные месторождения своей 'дочке' не передал.

Мы считаем, что Газпром нефть все-таки должна получить больше позитива от увеличения доли переработки, а снижение уровня добычи справедливо объясняется отсутствием у компании крупных проектов по добыче нефти, поэтому и приоритеты были смещены в сторону переработки. От такого решения ощутимо должна подрасти рентабельность компании, несмотря на обязательства по инвестициям в сербские активы

##### 5. Банковский сектор

В среду первый заместитель председателя ЦБ РФ Алексей Улюкаев заявил, что в настоящий момент крупнейшему банку страны не требуется никакого дополнительного капитала, а все слухи о возможном предоставлении Сбербанку денежных средств он назвал 'словесными спекуляциями', не имеющими ничего общего с реальностью.

Отметим, что раньше (несколько месяцев назад) на правительственном уровне уже обсуждалась возможность выделения 500 млрд. рублей в качестве дополнительных 'вливаний' денежных средств в капитал Сбербанка, но тогда официальные представители банка отвергли это предложение, мотивировав его тем, что капитал банку не потребуется до конца года, поскольку банк планирует увеличивать резервы по плохим долгам до уровня в 7,5% от кредитного портфеля исключительно собственными средствами.

Мы считаем, что на данный момент Сбербанк, действительно, остро не нуждается в каких-либо дополнительных 'вливаниях' денежных средств, поскольку уровень достаточности капитала банка на начало 2009 года составлял около 20%, что вполне удовлетворяет нормативам ЦБ (около 10%), да и процентная маржа банка в текущем году должна увеличиться за счет притока средств в депозиты, что и позволит увеличивать резервы на покрытие плохих долгов исключительно за счет собственных средств.

#### б. Энергетический сектор.

Во вторник в ходе пресс-конференции на встрече с инвестиционным сообществом глава Мосэнерго Виталий Яковлев сделал ряд довольно важных заявлений относительно планов развития компании в текущем году. Выделим некоторые из них.

Итак, в первую очередь, стоит сказать о планах компании по пуску в начале 2010-го года блока на ТЭЦ-26 мощностью 420 МВт. Отметим, что раньше компания планировала запустить этот блок в 2009-м году, однако из-за отсутствия должного финансирования и других факторов срок его ввода был перенесен. Возможно, что на фоне решения проблемы пуска блока ТЭЦ-26 остро встанет и другой вопрос: реализации инвестиционной программы. Скорее всего, в текущих условиях строительство новых энергоблоков будет заморожено, а инвестпрограмма на 2009-й год составит около 15 млрд. руб.

Также было сказано о размещении облигаций компании на сумму около 15 млрд. руб., которое вместо зимы 2009-го года может начаться не ранее лета из-за сложной ситуации на рынке. Это вполне разумный шаг с учетом того, что сейчас Мосэнерго не имеет проблем с финансированием инвестиционной программы, которое осуществляется за счет собственных средств и банковских кредитов.

Отдельно стоит отметить предложение руководства компании совету директоров в конце февраля не выплачивать дивиденды по итогам 2008-го года, так как это может негативно отразиться на финансировании инвестиционной программы Мосэнерго.

Мы полагаем, что решения руководства Мосэнерго являются вполне разумными в текущей рыночной ситуации при снижении спроса на электроэнергию и трудностями с привлечением заемного финансирования, поэтому они должны позитивно повлиять на финансовое состояние и стоимость котировок компании.

В среду представители генерирующей компании ОГК-1 заявили о том, что электростанции компании выработали за январь 2009-го года около 3,03 млрд. кВтч. Электроэнергии без учета выработки на Нижневартовской ГРЭС, которая является дочерней компанией ОГК-1. Отметим, что исходя из свежих данных, приходится констатировать, что в среднем выработка

электростанций компании по сравнению с январем 2008-го года снизилась на 13,5% из-за снижения уровня энергопотребления в регионах компании и аномально теплой погоды.

Если учесть свежие данные Росстата по производству электроэнергии в России, согласно которым в январе 2009-го года оно снизилось на 7,1% по сравнению с аналогичным периодом 2008-го года, то получается, что снижение станций ОГК-1 было даже хуже, чем в целом по стране. Падение производства электроэнергии у ОГК-1 на 4 процентных пункта превысило средний показатель падения по России.

Это значит, что тепловая генерация ОГК-1 страдает в первую очередь из-за снижения энергопотребления, вызванного снижением спроса. Мы советуем инвесторам обратить внимание на бумаги РусГидро, которая меньше всех зависит от снижения спроса на электроэнергию, поскольку ее мощности загружаются быстрее, чем мощности тепловой генерации.

### 7. *Металлургический сектор.*

В понедельник Магнитогорский металлургический комбинат обнародовал операционные результаты по итогам 2008-го года, согласно которым компания снизила в IV квартале 2008-го года производство всех видов продукции. По сравнению с результатами III квартала 2008 года выпуск стали в IV квартале снизился на 50%, а по сравнению с показателями 2007-го года ММК снизил производство в 2008-м году почти на 10%. Отметим, что с учетом данных по ценам реализации продукции выручка комбината в IV квартале снизилась до \$1,8 млрд. по сравнению с \$3,5 млрд. в III квартале 2008-го года.

Мы считаем, что столь резкое снижение Магнитогорским комбинатом выпуска стали по итогам IV квартала 2008-го года явилось вполне ожидаемым событием, поскольку в текущей ситуации тотального снижения спроса на металлургическую продукцию иного развития событий быть не могло. Более того, в текущем году производство на комбинате вполне может снизиться еще на 30-35% по отношению к результатам прошлого года в связи с все тем же мировым сокращением спроса на сталь, но поскольку свежие данные уже были ожидаемы рынком, они не должны сильно повлиять на котировки акций компании.

Другие новости шли от Северстали, которая сообщила, что в феврале загрузка российских предприятий холдинга составит 65-70% за счет роста спроса в Китае и ослабления рубля. Что же касается работы американских предприятий группы, то их загрузка в феврале составит только 60%. Компания ожидает, что принятый недавно в США план спасения экономики поможет американским подразделениям, так как производимая на них продукция используется преимущественно в строительном секторе.

#### 8. Телекоммуникационный сектор.

В среду стало известно официальное сообщение компании, в котором говорилось о том, что УРСИ с 1 марта повышает рублевые тарифы на услуги местной связи в среднем на 7%. Отметим, что это первое повышение тарифов с момента введения населением системы оплаты с тремя вариантами: повременным, комбинированным и безлимитным в феврале 2007-го года.

Мы считаем, что повышение тарифов должно позитивно отразиться на финансовом положении компании и думаем, что УРСИ показал пример другим МРК в решении данного вопроса, поскольку Федеральная служба по тарифам разрешила 7-8%-ную индексацию всем этим компаниям в декабре 2008-го года. Вообще, если в прошлом году на фоне высоких темпов роста инфляции на услуги компании цены не повышались волевым решением руководства Связьинвеста, то уже в текущем году, скорее всего, мы станем свидетелями постепенного увеличения тарифов, что должно позитивно отразиться на доходах всех МРК и УРСИ в частности.

#### 9. Потребительский сектор.

Во вторник в ряде СМИ появилась информация, что Аптечная сеть 36,6 планирует в ближайшее время закрыть сделку по продаже контрольного пакета акций принадлежащего ей Верофарма, а среди потенциальных покупателей фигурируют такие фонды прямых инвестиций, как: Russia Partners Management LLC, Penta Investments, Capital Growth Asset Management, Invest AG, и фармацевтическая компания Stada Arzneimittel AG.

Другой вопрос, что рыночная стоимость данного пакета довольно высока (около \$220 млн.), поэтому не стоит надеяться на завершение сделки в самое ближайшее время. Исходя из указанной суммы, вся стоимость Верофарма составляет примерно \$450 млн., что почти в 4,5 раза превышает текущие рыночные котировки акций. На наш взгляд, более логичным шагом со стороны аптечной сети 36,6 в желании продажи заинтересованным инвесторам производственных активов компании, могло бы стать осуществление дополнительной эмиссии Аптечной сети и получение контрольного пакета Верофарма. Объем такой допэмиссии увеличил бы уставной капитал компании, и какой-нибудь стратегический инвестор (из перечисленных фондов) мог бы стать владельцем контрольного пакета Аптечной сети 36,6.

Мы считаем, что информация о возможном интересе различных фондов к Верофарму может иметь и спекулятивную выгоду для миноритариев, что поможет котировкам несколько отрасти в ближайшее время.

*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.*

*24 февраля 2009 года*