

**МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ**  
**И**  
**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА**  
**(19.01.2009 – 23.01.2009)**

**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. Телекоммуникационный сектор.....	10
8. Транспортный сектор.....	10

1. Общий взгляд на рынок

<i>Динамика российских фондовых индексов за неделю</i>		
<i>Индекс</i>	<b>РТС</b>	<b>ММВБ</b>
<i>Закрытие 23.01.2009</i>	498,2	553,62
<i>Закрытие 16.01.2009</i>	566,77	608,63
<i>Изменение за неделю, %</i>	<b>12,1</b>	<b>9,04</b>

Неделя принесла ростки мирного урегулирования политической и экономической ситуаций на Ближнем Востоке и на Украине. Шаткое перемирие между Израилем и ХАМАСом, а также активно проходившие переговоры по достижению договоренностей по газовому вопросу должны увенчаться успехом. Насколько эффективными окажутся результаты достигнутых переговоров, станет ясно позже, поскольку компромиссное решение, может как устраивать, так и не устраивать обоих. Девальвируемый рубль по-прежнему сильно бьет по величине реального дохода населения, которое зависит от импорта товаров, чего не скажешь об экспортерах и государственных корпорациях и банках, имеющих доступ к льготным государственным ресурсам. Центральному банку ничего не остается, кроме как компенсировать потери бюджета увеличением экспорта, бросив затею со стимулированием внутреннего производства.

Успешное завершение месячной эпопеи под названием 'Поставь в Европу газ' должно позитивно повлиять на котировки Газпрома и всего нефтегазового сектора после возобновления подачи 'голубого топлива'. Инаугурация свежее испеченного президента должна добавить позитива на мировые рынки и на российский рынок в том числе. Негативные тенденции на рынках Азии и неопределенность на сырьевых площадках могут смениться на что-то более позитивное. С прискорбием приходится констатировать, что пока новых инвестиционных идей на рынке нет, а преобладает старая спекулятивная идея.

Новый президент США официально вступил в должность, с чем и поздравляем инвесторов всего мира, в том числе и отечественных. Правда, сам факт прошедшей церемонии не слишком вдохновил заокеанских участников рынка и никак не заставил их поменять свое мнение относительно дальнейших продаж. В результате масштабные продажи затронули практически все основные бумаги, но больше всех был затронут финансовый сектор, просевший на 20-25%. Надежды, связываемые со сменой власти, пока не оправдались, но это и понятно, поскольку собственно все решат первые недели и месяцы, в течение которых президент Обама будет принимать свои решения. Только реальные шаги от новой администрации смогут повлиять на настроения инвесторов.

Заявление председателя ЦБ Сергея Игнатьева об установлении максимального верхнего уровня коридора бивалютной корзины в размере 41 руб. говорит о возможном возвращении к установлению валютного коридора, который активно претворялся в жизнь в середине 90-х годов.

Вероятнее всего, ЦБ не пойдет на очередные траты золотовалютных резервов и продолжит девальвацию рубля по отношению к доллару и Евро продолжится, которая может быть остановлена в случае ценового разворота на сырьевых рынках.

Сегодняшняя мировая экономическая реальность диктует инвесторам всего мира необходимость развивать деловую активность, и качества, позволяющие относительно быстро принимать любые инвестиционные решения, но в то же время внимательно отслеживать все то, что происходит вокруг. Новый президент встал перед естественным выбором: он будет либо героизирован, либо превращен в изгоя, если его платформа и меры не возымеют никаких действий. Будем надеяться, что свершится первая альтернатива, но действовать придется радикально. Информация об общей просроченной сумме кредитов по пластиковым картам в размере \$2 трлн. довольно сильно 'встряхнула' участников рынка.

## 2. Российский рынок: День за днем

**В понедельник** торги проходили довольно вяло, хотя само открытие торгов на российском рынке акций проходило на умеренно позитивном внешнем фоне, что послужило причиной умеренного роста индекса ММВБ в начале торговой сессии. Но рост продолжался недолго: в течение дня внешний фон стал ухудшаться, также снижались фьючерсы на индексы США. В результате к середине торгов значение индекса ММВБ уже преодолело вниз нулевую отметку, после чего на рынке стали преобладать "медвежьи" тенденции. Поскольку за океаном торгов не проводилось, настроение инвесторов диктовалось, прежде всего, фьючерсами на индексы. Тянули рынок вниз и проседавшие нефтяные фьючерсы в купе с негативными торгами на европейских площадках.

Торги **во вторник** проходили на фоне уверенного снижения практически всех бумаг по причине снижения азиатских рынков и роста курса йены, негативных новостей, снижения фьючерсов на индексы США. Также на рынок стало давить ощущение давнего отсутствия поддержки инвесторов со стороны ВЭБа, поскольку многие из них ожидали, что в преддверии инаугурации нового президента США Барака Обамы настроение будет возвышенное, но этому сильно помешала просевшая в течение рабочей сессии нефть и увеличивающиеся проблемы в финансовом секторе на Западе.

Торги **в среду** открылись гэпом вниз на нейтральном внешнем фоне из-за снижения торгов накануне в США и ростом фьючерсов на американские индексы. На рынке нефти разнонаправленная динамика вторника сменилась ростом, что послужило росту российских акций во второй половине дня. Позитивные тенденции вновь преобладали в бумагах отечественного нефтегазового сектора. Кризисные явления более всего ударили по состоянию финансовых групп,

и у инвесторов усилились опасения относительно банков во всем мире. Однако выходящая отчетность ведущих корпораций в США несколько успокоила участников торгов, и на рынке начали наблюдаться покупки.

**В четверг** торги стартовали достаточно позитивно: большинство бумаг стали отрастать после роста на азиатских площадках, которые отыгрывали значительное повышение американских площадок накануне, но по мере прохождения торговой сессии фьючерсы на американские индексы 'сменили милость на гнев', т.е. рост на очередную "просадку". Не смог остаться в стороне и российский рынок, падению которого поспособствовала отчетность банка ВТБ. Вообще торги оправдали прогнозы большинства экспертов. Утром рынок хорошо начал свой этап эстафеты роста, которая началась в США, после чего продолжилась в Азии, но на дальнейшее ее не хватило, поэтому она завершилась в России. Все из-за негативных макроэкономических и корпоративных новостей из-за рубежа: статистики по рынку труда, роста числа безработных в США и финансовых показателей отдельных эмитентов: Lockheed Martin, Nokia, Microsoft, и ВТБ, который за 9 месяцев 2008 года выдал неутешительные результаты. Все это и повлияло на снижение отечественных фондовых индексов.

**В пятницу** торги на российском рынке акций открылись разнонаправленным движением индексов, но уже через некоторое время оба индекса оказались на отрицательной территории. Внешний новостной фон, сформировавшийся к утру, можно охарактеризовать как негативный. С учетом снижения зарубежных фондовых площадок настроения на российском рынке были довольно пессимистичными и даже обозначение границ девальвации рубля со стороны ЦБ РФ. Гэп в начале торгов был закрыт, поскольку ADR российских компаний в течение четверга выглядели лучше акций.

### *3. Нефтяной рынок: День за днем*

**В понедельник** цены фьючерсов по маркам Light Sweet и Brent торговались с понижением почти на 4% из-за низкого спроса к покупкам, что было связано с ожиданием дальнейшего снижения спроса на нефть в 2009 году. Также продажам нефтяных фьючерсов способствовало отсутствие торговой сессии в Нью-Йорке в связи с выходным днем в США.

**Во вторник** цена нефти марки WTI на торгах вчера впервые за последний месяц ушла ниже уровня в \$33 за баррель, а стоимость нефти марки Brent по-прежнему находится около \$43 за баррель. Спрэд по разным маркам нефти составляет уже около \$10 за баррель. Столь большой ценовой разрыв связан с ликвидацией длинных позиций. Что же до прекращения боевых действий на Ближнем Востоке и возобновления транзита российского газа через территорию Украины, то эти новости пока слабо были отыграны рынком.

**В среду** цена практически не изменилась, преобладал боковой диапазон.

**В четверг** интерес к покупкам фьючерсов несколько поутих, что было связано с ожиданием очередного недельного увеличения в США запасов сырой нефти и нефтепродуктов. Многие торговцы уже заложили в цены рост объема запасов нефти, поэтому и наблюдался рост.

**В пятницу** рынок нефти находился в боковом диапазоне. Несмотря на очень негативные данные о запасах нефти и нефтепродуктов, которые оказали давление на цены в течение большей части дня, к концу торгов цена так и осталась на уровнях закрытия четверга на фоне надежд инвесторов на то, что американское правительство скоро примет пакет мер по стимулированию экономики. Большое количество негативных факторов не сумело удержать рынок нефти на отрицательной территории, поскольку в Палате представителей США приступили к обсуждению плана по стимулированию экономики, который правительство страны намерено принять как можно быстрее. Сам факт того, что, несмотря на негативные данные о запасах нефти и нефтепродуктов цены находились весь день в боковом диапазоне, заставляет задуматься о скором возобновлении роста сначала на фондовых площадках, а затем и на рынке нефти.

#### 4. Нефтегазовый сектор

Нафтогаз Украины сообщил о том, что собирается приобрести у Газпрома 11 млрд. куб. м газа из украинских подземных хранилищ газа за \$153,9 за 1 тыс. куб. м. Напомним, что из этого объема 6,5 млрд. куб. м является технологический газ, который необходим исключительно для обеспечения работы газотранспортной системы Украины. Весь остальной объем будет использоваться для снижения стоимости газа, отпускаемого украинским потребителям. Поскольку стоимость газа для Украины на \$25 за 1 тыс. куб. м ниже, чем в прошлом году, это дало возможность получить среднегодовую стоимость в \$228,8 за 1 тыс. куб. м.

В понедельник комиссия управления ФАС по республике Коми признала два дочерних предприятия ЛУКОЙЛа в Ухте компаниями, злоупотреблявшими своим доминирующим положением на рынке авиационного топлива, что привело к резкому росту цен на этот ресурс. Теперь, согласно действующему законодательству, ЛУКОЙЛ может быть оштрафован на сумму от 1% до 15% от годовой выручки, которая была заработана компанией в республике Коми.

Отметим, что в Ухте находится НПЗ, принадлежащий ЛУКОЙЛу, который обладает перерабатывающими мощностями в размере 3,7 млн. тонн нефти в год. Завод находится в собственности дочернего предприятия ООО "ЛУКОЙЛ-Ухтанефтепереработка". Доход, полученный ЛУКОЙЛом в 2008-м году на внутреннем рынке продаж авиационного топлива, составляет около \$130 млн. в год, поэтому размера штрафа может быть в диапазоне \$15-20 млн.,

что, конечно, сильно не отразится на финансовом положении компании, но может повредить деловому имиджу ЛУКОЙЛа. Напомним, что в августе 2008 года (когда началось дело о злоупотреблении положением на рынке) ЛУКОЙЛ уже снижал оптовые цены на авиационное топливо в регионе на 30%, что будет являться смягчающим обстоятельством при определении штрафа.

Также ФАС объявила о начале процедуры проверки ФГУП "Комиавиатранс", являющегося единственным крупным оператором розничной торговли авиационным топливом в республике Коми для поиска степени вины оператора, также занимающего монопольное положение.

Мы считаем, что если с ЛУКОЙЛа не будут сняты обвинения, то, скорее всего, факт снижения цены летом 2008-го года будет принят во внимание, поэтому есть надежда на назначение уплаты штрафа не в максимальном объеме, хотя возможен и вариант закрытия дела вообще со снятием обвинений и взимания штрафа. Вероятнее всего, в случае уплаты штрафа ЛУКОЙЛ понесет преимущественно частичную потерю репутации, а не финансовых доходов, что вряд ли отразится на котировках акций.

В среду дочерняя структура Роснефти "РН-Пурнефтегаз" сообщила о том, что Роснефть в 2009-м году собирается увеличивать объем капитальных вложений до 267 млрд. рублей, что на 10% превышает показатели прошлого года. Отметим, что если остальные крупные нефтяные компании (ЛУКОЙЛ и Газпром нефть) недавно заявили о резком уменьшении своих инвестиционных программ из-за снижения цен на нефть, то Роснефть твердо планирует осуществить свою инвестиционную программу в полном объеме независимо от динамики движения цен нефтяного рынка.

В будущем году Роснефть планирует нарастить объемы добычи нефти на 2%, а газа - на 6% по сравнению с 2008-м годом, но проблема будет заключаться в том, что компания в таком случае будет нуждаться в стабильном финансировании, которое при нынешнем уровне долговой нагрузки может оказаться недоступным для компании. Сейчас компания ведет переговоры с Китаем о привлечении \$15 млрд. в обмен на долгосрочные поставки нефти, но их перспектива пока туманна, поскольку условия привлечения являются довольно сложными для Роснефти. Сейчас по текущим долгам Роснефть платит около \$1 млрд. процентных платежей при процентной ставке около 5,5%, но китайские коллеги требуют принять ставку в размере 5%+ LIBOR, что довольно сильно отразится на финансовом положении компании.

Напомним, что на данный момент Роснефть обладает соотношением чистого долга к капиталу в доле 50%. Если компания будет привлекать значительные денежные средства, то они неизбежно будут направлены на рефинансирование уже взятых краткосрочных кредитов. При таком сценарии к концу года соотношение чистого долга к капиталу может превысить 60% при увеличении процентной ставки китайской стороной.

Мы считаем, что если Роснефть придет к взаимопониманию с Китаем в ближайшее время, то инвестиционная программа будет принята в первоначальном виде. Оставшиеся заемные средства будут направлены на рефинансирование долга. Чем дольше идут переговоры о ставке кредита, тем больше шансов у Китая 'продать' свою позицию, поэтому скорейшее завершение переговоров не идет на пользу котировкам Роснефти.

##### 5. Банковский сектор

Банк ВТБ проседал на неделе после сообщения о том, что банк ведет активные переговоры с правительством РФ о перспективах увеличения капитала первого уровня путем проведения дополнительной эмиссии или привлечения субординированного долга. Понятно, что при таком сценарии сильно 'размоется' доля миноритарных акционеров, что вкупе с общим недовольством динамикой движения акций банка, вызывает напряжение у инвесторов.

В четверг банк ВТБ обнародовал неаудированную консолидированную финансовую отчетность по стандартам МСФО за 9 месяцев 2008 года, согласно которой активы банка выросли на 22% до уровня в \$113,1 млрд., уровень совокупных кредитов вырос на 39,6% до \$81,7 млрд. Собственный капитал банка составил на конец III квартала 2008 года \$15,6 млрд., что на 5% ниже значения на конец 2007 года.

Мы считаем, что обнародованная отчетность является достаточно слабой. Безусловно, в ней присутствуют и позитивные моменты: рост бизнеса, который даже оказался чуть выше средних темпов по сектору, и рост портфеля кредитов на 41% по сравнению со средним значением по банковскому сектору в 31,5%. Отметим также рост чистой процентной маржи на 0,4% до уровня в 4,8% из-за роста процентных ставок по кредитам в течение всего года и роста доли кредитов в активах с 63% на конец 2007 года до 72% на конец III квартала 2008 года.

Также среди позитивных моментов отчетности стоит отметить снижение темпов роста операционных расходов в III квартале до 1% по сравнению со II кварталом 2008 года при одновременном росте штата сотрудников на 3,2%. По-видимому, широко рекламировавшаяся политика по резкому сокращению издержек стала приносить ощутимые плоды, среди которых основным стало закрытие около 2% филиалов.

Теперь о неприятном. Налицо рост просроченной задолженности в доле от совокупного кредитного портфеля с 1,7% в конце I полугодия 2008 года до 2% на конец III квартала и рост создаваемых резервов под непредвиденные расходы почти в 4 раза (!) по сравнению с 9 месяцами 2007 года. Естественно, что рост резервов сказался на снижении уровня чистой прибыли банка и показателей рентабельности.

Скорее всего, в течение I полугодия 2009 года ВТБ ждет резкое увеличение просроченной задолженности, но он в своей подобной тенденции на рынке не одинок. Сейчас по банковскому сектору доля просроченной задолженности выросла с 1,5% в начале IV квартала до 3,8% в конце года.

Управление ценными бумагами, как и в последние отчетные периоды, опять принесло убыток, на сей раз в размере \$270 млн., при том, что банк использовал системы хеджирования для снижения рисков убытка по управлению портфелем ценных бумаг и их частичной переклассификации.

В среду банк "Возрождение" сообщил о том, что по итогам IV квартала 2008 года был зафиксирован убыток в размере 133,8 млн. рублей, а в качестве основных причин убытка были названы: создание резервов на возможные потери по кредитному портфелю, и начисление бонусов за прошлый год. Только за отчетный период резервы выросли с 3,5% до 5% от общей суммы кредитного портфеля. Это значит, что в отчетный период на создание резервов было направлено около 1,7 млрд. рублей.

Мы считаем, что если качество кредитного портфеля банка будет и дальше ухудшаться, то банк снова будет вынужден пополнять сумму своих резервов на возможные потери. Напомним, что в IV квартале доля просроченных кредитов выросла с 2,5% до 3,5%, что является довольно существенным увеличением.

#### б. Энергетический сектор.

В понедельник были обнародованы производственные результаты генерирующей компании ОГК-6 за 2008-й год, согласно которым из-за роста объема выработки электроэнергии на текущих мощностях существенно подрос коэффициент использования установленной мощности (почти до 50%). Это явилось результатом проводимой компанией политики по замещению газа углем в структуре генерационного топлива, что, в свою очередь, привело к сокращению доли газа в топливном балансе компании с 55% до 51% при росте доли угля до 48%. Компания зафиксировала рост выработки электроэнергии по итогам 2008 года, который составил около 14%, что значительно выше среднеотраслевых показателей в целом по России (около 3%). Следовательно, выросла и доля компании ОГК-6 в общероссийской выработке энергии с 3,3% до 3,8%.

Отметим, что самая высокая загрузка электростанций наблюдалась в начале года и осенью. Многие электростанции компании (Рязанская, Новочеркасская, Красноярская, Череповецкая) на протяжении всего года работали со значительным превышением среднегодовых уровней загрузки, что было вызвано как ростом потребления электроэнергии, ремонтами сетевого хозяйства и генерирующего оборудования, так и малой водностью рек летом 2008-го года. В результате

использование установленных мощностей по ряду станций существенно превысило свои многолетние значения. В частности, на Красноярской ГРЭС он составил около 67%, чего не случалось уже около 20 лет.

Мы считаем, что существенный рост производственных показателей компании должен позитивно сказаться на котировках акций.

#### 7. Телекоммуникационный сектор.

В среду компания МТС объявила о получении займа в размере 300 млн. евро на 2,5 года от Газпромбанка, но правда этой скупой новостью все и ограничилось. Никаких конкретных условий выдачи кредита обнародовано не было, что, конечно, несколько расстроило инвесторов. Напомним, что сейчас МТС имеет в обращении два выпуска еврооблигаций на сумму 800 млн. долларов со сроком погашения в 2010-2012 гг. и средней доходностью к погашению 12% по одному выпуску и 19% по другому. Это значит, что стоимость привлечения займа от Газпромбанка обошлась компании примерно в 13-14%, что является достаточно высоким уровнем цены на заемные ресурсы, но выбора у компании нет, поскольку стоимость привлечения краткосрочных кредитов еще выше.

Мы считаем, что многое прояснится после выхода отчетности МТС за I полугодие 2009 года, поскольку сразу станет ясна средневзвешенная стоимость осуществленных компанией заимствований на рынке долгового капитала. Если эта стоимость существенно вырастет, то это не лучшим образом скажется на финансовых результатах компании и на стоимости акций, поскольку сразу же вырастут ставка дисконтирования и расходы на обслуживание долга.

#### 8. Транспортный сектор.

В четверг авиакомпания Аэрофлот обнародовала свои производственные результаты по итогам 2008-го года, согласно которым пассажирооборот компании за отчетный период вырос на 10,5% и составил 27,2 млрд. пассажиро-километров. Перевозки пассажиров выросли на 13,5% до уровня в 9,3 млн. человек.

Подобные результаты являются ожидаемыми для компании, поскольку львиную долю в пассажирообороте занимают перевозки на внутренних авиалиниях, а не на международных. Первые в 2008 году выросли по сравнению с прошлым годом на 27%, а международные прибавили только 4,1%. Основной прирост пассажирооборота был достигнут в I полугодии, поскольку после начала активной фазы экономического кризиса в июле-августе 2008 года шло только замедление темпов роста.

Мы считаем, что в I полугодии этого года будет продолжаться снижение пассажирооборота, поскольку активная фаза кризиса вкупе со снижением доходов населения будет длиться еще как минимум несколько месяцев. Что касается более долгосрочной перспективы, то бумаги компании имеют достаточно большой потенциал, поскольку доминирующего положения на рынке еще никто не отменял, как и привилегированного доступа к долговому финансированию по причине потенциальной поддержки со стороны государства и небольшой долговой нагрузки по сравнению с другими авиаперевозчиками. Возможно, что подобные привилегии помогут компании обновить значительно устаревший парк лайнеров на более новый и экономичный и получить важное преимущество на отечественном рынке авиаперевозок. Не стоит забывать и о снижении цен на топливо, что также позитивно скажется на финансовых результатах компании в этом 2009 году.

*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.*

*26 января 2009 года*