

МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ
И
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА
(21.03.2011 – 25.03.2011)

РИКОМ ■ ТРАСТ
ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ

Руководитель аналитического отдела
Абелев Олег Александрович

Аналитик
Суркова Ирина Олеговна

(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. Metallургический сектор.....	8
5. Энергетический сектор.....	8
6. Банковский сектор.....	11
7. Телекоммуникационный сектор.....	13
8. Транспортный сектор.....	14

1. ОБЩИЙ ВЗГЛЯД НА РЫНОК.

<i>Динамика российских фондовых индексов за неделю</i>		
<i>Индекс</i>	РТС	ММВБ
<i>Закрытие 25.03.2011</i>	2 041,49	1 807,46
<i>Закрытие 18.03.2011</i>	1 962,92	1 747,32
<i>Изменение за неделю, %</i>	4	3,44

Участники рынка по-прежнему пребывают в состоянии довольно большой напряженности, поскольку ситуация на мировых рынках просто не позволяет расслабиться: на Ближнем Востоке положение дел меняется с каждым днем – то ООН принимает резолюцию, которая разрешает наносить коалиционные ракетные удары по ливийской территории, то Ливия объявляет о прекращении огня со стороны повстанцев. Тем не менее, степень неопределенности пока достигает своего максимума, что не дает возможность российским бумагам даже на относительно высокой нефти продвинуться вверх. Да, общий рыночный фон несколько улучшился, стабилизировалась ситуация в Японии, но реакция международного сообщества на активные действия в виде резолюции ООН и взрывы в Бенгази, которые практически разрушили систему ПВО страны.

Пока вся неопределенность, которая скопилась на рынке, привела к тому, что никто не хочет подвергать себя слишком высокому риску, поэтому просто предпочитает закрывать часть ранее набранных длинных позиций, поскольку совершенно неизвестно, что может случиться с японскими АЭС в дальнейшем, да и ситуация вокруг, мягко говоря, предсказуемостью не отличается. Японскому рынку отыграть отсутствие негатива за выходные не удалось по причине празднования национального праздника – Дня весеннего равноденствия, поэтому рост на японских площадках практически с открытия в середине недели был. Если никаких новых выбросов радиации, взрывов и расплавления реакторов за выходные не произошло, то даже эти вещи могут служить хорошим поводом для роста котировок.

Положение дел на российском рынке сейчас очень напоминает состояние отдыха перед затяжной погоней – все набирают «воздуха в легкие» перед очередным движением рынка. По всей видимости, уже в самое ближайшее время он определится с направлением своего движения. Пока спекулянты медленно, но верно приобретают полюбившиеся им бумаги после закончившихся без происшествий последних дней и дорожающей на новостях из Ливии и Йемена нефти.

Что касается появления полноценных причин для движения рынка в ту или иную сторону, то пока их не появилось или они не сформировались. Незначительным ростом спроса пользуются несколько поотставшие в прошлом бумаги – электроэнергетика и

телекомы. Пока не будет внесена ясность в дальнейшее положение дел по развитию ситуацию в Японии, в Ливии и на Аравийском полуострове, ждать формирования какого-либо тренда сложно. Наоборот, в последние дни продолжилось усиление протестных выступлений в очередной арабской стране – Йемене, где переход на сторону оппозиции военных может спровоцировать очередной скачок роста цен на нефть. О реакции рынка на эти события мы еще узнаем, просто пока японский и ливийский факторы несколько заслонили собой эти проявления.

За последние несколько дней российский рынок зафиксировал пусть и небольшой, но для текущей ситуации значительный приток капитала. Возможно, некоторые управляющие крупных фондов решили несколько улучшить ситуацию с доходностью по итогам квартала, возможно, мы имеем место с долгосрочными покупками крупных стратегических инвесторов, которые решили войти в бумаги сырьевой экономики в свете ожидаемого роста спроса на сырье и металлы. Так или иначе, волатильность на рынках продолжает увеличиваться с каждым днем, поэтому все многочисленные технические построения в пользу «медвежьих» тенденций, которые якобы определяли движения рынка в последние дни, были уверенно опровергнуты сильными покупками без какого-либо внешнего фона.

Возможно, что активные покупки, которые наблюдались на неделе, были просто чистой спекуляцией, поскольку при столь напряженном внешнем фоне входить в бумаги на долгий срок – вещь крайне рискованная. Если в ЕС растет вероятность наступления долгового кризиса, а парламент Португалии не принимает план бюджетной экономии, который предусматривал сокращение дефицита до приемлемого в ЕС уровня, говорить о долгосрочных инвестициях сложно. Парламент страны не решился снова уменьшать размеры пенсий и повышать налоги, после чего в отставку ушел премьер-министр Португалии Жозе Сократеш. Скорее всего, страна будет вынуждена обратиться за финансовой помощью, что сильно ударит по курсу евро по отношению к доллару, даже несмотря на ожидания по повышению ставки ЕЦБ. Будем следить за ходом саммита ЕС, на котором и будут обсуждаться пути решения долгового кризиса в Еврозоне.

2. РОССИЙСКИЙ РЫНОК: ДЕНЬ ЗА ДНЕМ

Торги в понедельник сопровождались умеренным ростом по итогам дня, поскольку активность участников рынка была достаточно высокой в свете ориентации рынка на внешние события. Начало миротворческой операции НАТО в Ливии снова привело к очередному скачку цен на нефть, а продолжающиеся волнения в Бахрейне и

Йемене не могли не остаться без внимания рынка и внесли свой скромный вклад в дестабилизацию ситуации на рынке углеводородов. Японский фактор пока отошел на второй план после заявления премьер-министра страны Наото Кання о том, что в атомном кризисе вокруг АЭС в "Фукусиме" виден благоприятный исход, поскольку вероятность опасных выбросов в атмосферу снижается. На таких новостях рынок смог достигнуть привлекательных для покупок цен, а европейские площадки уверенно пошли вверх. Рынок США поддерживали корпоративные новости, где не слишком сильная статистика с рынка жилья была встречена нейтрально.

Торги во вторник сопровождалась ростом активности участников рынка, но эта активность была направлена на продажи на относительно спокойном внешнем фоне, поскольку у многих инвесторов просто не хватило инвестиционных идей и поводов для покупок, поскольку на фондовых площадках США и Европы также наблюдалась легкая нисходящая коррекция. В Японии ситуация продолжает оставаться напряженной, да и в Ливии военные действия продолжаются. Нефтяные рынки пока особенно не сдерживают мировые площадки, как и выходящая статистика.

Торги в среду на российском рынке акций сопровождалась ростом активности по сравнению со вторником, да и вообще рынок подрос значительно сильнее мировых фондовых площадок на фоне высоких цен на нефть. Подобное положение дел основывается на новостях с Ближнего Востока, где продолжаются народные волнения в Йемене и Сирии, а авиация стран НАТО продолжает бомбить армию правительства Каддафи. Ситуация в Японии пока остается стабильной – уровень радиационного заражения повышается, да и подземные толчки тоже периодически появляются. В США вышла не очень хорошая статистика по продажам новостроек.

Торги в четверг сопровождалась ростом активности участников рынка по сравнению с достижениями среды. Среди основной причины роста стоит признать позитивную динамику мировых фондовых площадок и продолжающую дорожать нефть. Продолжают накалять обстановку события на Ближнем Востоке, в частности, в Йемене и Бахрейне, где ареал народных протестных выступлений увеличивается. Все больше появляется ожиданий того, что подобное недовольство может добраться и до Саудовской Аравии, что сразу же спекулятивно разгонит сырьевые цены еще выше. Вышедшая в США и Европе статистика оказалась негативной, но она была практически полностью игнорирована участниками рынка, поскольку все внимание игроков было связано с саммитом глав государств и правительств Евросоюза, где должен быть утвержден пакет мер, которые будут направлены на стабильность зоны евро.

Торги в пятницу сопровождались нейтральным движением рынка: с одной стороны, американские и азиатские рынки росли, а цены на нефть двигались выше уровня в \$115 за баррель. Главной темой обсуждения на рынке стал успех ААР в блокировании арктической сделки ВР и Роснефти. Судебное решение даст пищу для более серьезных дискуссий с участием руководства страны, поскольку этот проект слишком важен для осуществления энергетической стратегии государства, чтобы закрыть его.

3. НЕФТЯНОЙ РЫНОК: ДЕНЬ ЗА ДНЕМ.

В понедельник котировки фьючерсов в понедельник выросли, поскольку авиационные удары США и их союзников по территории Ливии продолжают увеличивать опасения по поводу возможных более существенных перебоев с поставками нефти на фоне роста напряженности в регионе. США, Франция и другие страны приняли решение поддержать повстанцев в восточной Ливии после того, как в четверг ООН дала добро на проведение интервенции с целью защитить гражданское население Ливии. Союзники на выходных запустили более 100 крылатых ракет по позициям сил, которые лояльны ливийскому лидеру Муамару Каддафи. Проправительственные силы приостановили продвижение к городу Бенгази, который удерживается повстанцами. Участники рынка сейчас опасаются, что продолжающиеся столкновения между этими двумя группами могут привести к долгосрочным перебоям с поставками нефти из Ливии, активно способствуя росту цен на нефть. Многие считают, что нефтяная добыча будет оставаться в автономном режиме в течение значительного периода времени, поскольку крупные нефтяные компании, возможно, не хотят, чтобы их работники возвращались в страну. Отметим, что до беспорядков Ливия добывала примерно 1,6 млн. баррелей в день. Согласно последним оценкам, добыча нефти упала ниже уровня 400 000 баррелей в день, а эмбарго, введенное западными странами, практически привело к приостановке экспорта.

Во вторник цены оставались на уровнях понедельника, сильного роста не было, что было связано с техническими продажами фьючерсов, цены на которые накануне достигли максимальных значений за семь торговых дней. Цены на нефтяные фьючерсы достигли максимальных значений после начала марта, что дало им возможность в полной мере отыграть свое недавнее падение, которое было вызвано опасениями ослабления спроса мировой экономики на нефтяные энергоносители после землетрясения в Японии. Цены снижались из-за технической коррекции, но с начала дня пока существенно не изменились. Поддержку рынку продолжала оказывать обстановка в Северной Африке и на

Ближнем Востоке, где основными очагами напряженности остаются Ливия и Йемен. К «полюсу нестабильности» присоединилась еще и Сирия.

В среду фьючерсы закрылись на самом высоком уровне за два с половиной года, тогда как авиационные удары по Ливии продолжаются, а в США сообщили о достаточно резком снижении запасов бензина. Коалиция НАТО продолжила наносить авиационные удары по войскам ливийского лидера Муамара Каддафи. В результате конфликта и санкций западных стран экспорт нефти из Ливии уже сократился на 1,3 млн. баррелей в день. Большинство участников рынка продолжают беспокоиться относительно того, насколько долго будут продолжаться столкновения, и ожидают, что ливийская нефть будет отсутствовать на рынке в течение продолжительного времени. Между тем сообщения в среду о том, что сирийские спецслужбы открыли огонь по участникам антиправительственной демонстрации в южном городе Дараа, убив пятерых человек, возобновили опасения, что нестабильность может распространиться на других крупных нефтяных производителей. Саудовская Аравия уже повысила производство нефти для того, чтобы восполнить нехватку ливийской нефти. Если эскалация конфликта распространится на Саудовскую Аравию, то цены на уровне \$120 за баррель будут еще не пределом.

В четверг фьючерсы закрылись почти без изменений, поскольку усиление нестабильности на Ближнем Востоке нивелировало возобновившиеся опасениями относительно суверенного долгового кризиса в Европе и снижения курса евро. США и их союзники активизировали авиационные удары по Ливии, тогда как силы, лояльные ливийскому лидеру Муаммару Каддафи, продолжают удерживать некоторые территории, что практически не оставляет надежды на то, что объем нефти в размер 1,3 млн. баррелей нефти, который поставляется из Ливии, может вернуться на рынок в скором времени. Столкновения между протестующими и правительственными силами также распространились на Сирию, Йемен и Алжир, причем настолько, что трубопровод в Йемене, по которому поставляется 50 000-70 000 баррелей нефти в день, временно не функционирует после атаки в среду со стороны нескольких племенных групп.

В пятницу на рынке преобладало боковое движение, поскольку участники рынка продолжали опасаться распространения нестабильности на страны – крупные экспортеры нефти, но относительно недавний рост цен подтолкнул некоторых участников рынка к фиксации прибыли после того, как фьючерсы на нефть достигли самого высокого уровня за два с половиной года. Дополнительно сдерживает рост цен и возобновление опасений относительно суверенного долга уход премьер-министра Португалии в отставку, также сдерживает рост цен. Котировки Light Sweet росли, в то время как Brent снижался из-за

углубления технической коррекции. Тем не менее, цены оставались высокими из-за нестабильности в Северной Африке и на Ближнем Востоке и сохранения опасений по поводу возможного сокращения поставок нефти на мировой рынок.

4. МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

В среду вице-премьер РФ Игорь Сечин во вторник сделал заявление, которое содержало в себе призыв к японским компаниям вступать в партнерство с российскими компаниями в проектах по освоению российских недр. В качестве конкретного примера был упомянут проект по разработке Эльгинского месторождения коксующегося угля, основным оператором которого сейчас является Мечел.

Мы считаем данную новость нейтральной для котировок Мечела, поскольку на данном этапе разработки проекта Эльгинского месторождения компания практически завершила все проектно-изыскательские работы и планирует начать промышленную добычу угля самостоятельно. Вряд ли привлечение японской стороны приведет к резкому увеличению стоимости проекта и прибыльности для нее. Поскольку основная часть работ уже завершена, уже в этом году добыча должна составить примерно 1 млн. т угля. Привлечение японских компаний для Мечела может привести к снижению уровню долговой нагрузки, но может и негативно отразиться на будущем размещении Мечел-Майнинг.

Возможно, что японские компании будут привлечены к еще одному проекту Мечела – разработке Уватского месторождения, сырье которого подходит для получения наиболее востребованной на мировом рынке продукции – ферросилиция с содержанием кремния 65%. Тестовые плавки на одной из заводских печей Братского завода уже начались и должны продлиться до мая 2011-го года. За это время Братский завод ферросплавов использует в технологии выплавки на своих печах около 10 тыс. тонн кварцитов. Результаты испытаний, полученные после полного использования пробной партии, позволят определить окончательные промышленные и технологические характеристики нового сырья, чтобы сделать дальнейшее использование в производстве кварцитов максимально эффективным.

5. ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ СЕКТОР

В понедельник девятый арбитражный апелляционный суд назначил на 11 мая рассмотрение по правилам первой инстанции иск Саяногорского алюминиевого завода о

взыскании с РусГидро убытков в размере около 250 млн. руб., которые возникли в результате аварии на Саяно-Шушенской ГЭС. Это значит, что апелляционная инстанция отменила решение первой инстанции, которая отклонила иск завода. Суд повлек к участию в деле в качестве третьих лиц Силовые машины (SILM) и Ростехнадзор.

Иск был подан в связи с тем, что Саяногорскому алюминиевому заводу были причинены убытки, поскольку в результате аварии завод был полностью обесточен. Убытки, которые завод просил суд взыскать, состоят из затрат на пуск оборудования, расходов на дополнительное сырье для восстановления уровня электролита, убытков, возникших из угара металла, стоимости перерасхода электрической энергии, затрат на локальный и капитальный ремонт оборудования, затрат на пуск после локального ремонта, затрат на пуск после капитального ремонта.

Если в суд первой инстанции представители Саяногорского алюминиевого завода не представили никаких доказательств наличия состава правонарушения, необходимого для наступления ответственности ответчика, а также доказательств, свидетельствующих о том, что ограничение энергоснабжения произошло по вине ответчика, и вина РусГидро в прекращении электроснабжения завода не была доказана, то во время заседания представители Саяногорскому алюминиевому заводу заявили, что в отчете Ростехнадзора говорится о вине РусГидро.

Мы считаем, что данная новость является негативной для котировок РусГидро, поскольку сумма ущерба для компании в случае принятия судом решения будет достаточно существенной и может повлиять не лучшим образом на финансовые результаты компании по итогам I полугодия 2011-го года.

Во вторник РусГидро объявил о появлении возможности по получению государственного пакета акций РАО ЭС Востока. По ряду слухов, эта идея уже довольно долго обсуждалась в правительстве.

Сразу стоит сказать, что для РусГидро РАО ЕЭС Востока, большинство мощностей активов которой базируется на тепловой генерации, нельзя считать непрофильным активом. Поскольку сейчас компания РусГидро является одной из самых рентабельных компаний в отрасли, то приобретение госпакета РАО ЭС Востока может ухудшить финансовые показатели гидрогенерирующей компании. Для покупки пакета РусГидро придется провести достаточно большой объем дополнительной эмиссии акций, что предполагает существенное размытие долей миноритариев РусГидро в дальнейшем. Положительный эффект для РусГидро заключается в дополнительной консолидации в единую энергетическую систему нескольких ГЭС и ГеоЭС на территории Дальнего

Востока, поскольку обретение контроля над РАО ЕЭС Востока даст возможность сократить издержки и повысить общую рентабельность собственных станций.

Мы считаем, что данная новость до объявления детальных подробностей сделки не сильно отразится на котировках РусГидро, поскольку рынку необходимо будет учитывать объем допэмиссии. Что же касается бумаг РАО ЕЭС Востока, то для них данная новость является позитивным фактором, но в краткосрочном периоде, поскольку детали сделки будут важны и для второй стороны.

РусГидро во вторник обнародовала отчетность по стандартам РСБУ за 2010-й год вкрупне с основными параметрами бизнес-плана до 2015-го года включительно.

Стоит отметить, что результаты прошлого года даже превысили изначально запланированные в бизнес-плане РусГидро показатели и оправдали ожидания рынка. По итогам 2010-го года выручка от продажи товаров, работ и услуг увеличилась на 12,6% и составила 88 979 млн. руб. по сравнению с 78 996 млн. руб. в 2009-м году. Основными причинами роста выручки стало увеличение доли продаж по нерегулируемым ценам в соответствии с графиком либерализации оптового рынка электроэнергии и мощности, а также рост цен на электроэнергию на свободном рынке. Существенно увеличились и объемы электроэнергии, которая была продана по свободным двусторонним договорам. Особенно отрядным явился тот факт, что рост выручки стал возможен даже с учетом 12%-го сокращения выработки электроэнергии в 2010-м году по причине засухи и выбытия из строя Саяно-Шушенской ГЭС. Основной упор РусГидро в причинах роста финансовых показателей до 2015-го года делает на увеличение доли либерализации за счет поставок населению, рост цен на спотовом рынке и на рост выработки по причине повышения водности и ввода в эксплуатацию новых станций.

Мы советуем инвесторам приобретать бумаги РусГидро, поскольку компания решила начать выплату дивидендов и направить на эти цели 5% от размера чистой прибыли. Исходя из этого, по итогам 2011-го года компания может выплатить акционерам 2,04 млрд. руб., а к 2015-му году планируется увеличить дивиденды до уровня 2,9 млрд. руб. от прибыли. За прошлый год РусГидро не планирует осуществлять никаких выплат, окончательное решение на этот счет будет принято позже.

Скорее всего, акции РусГидро будут торговаться с небольшим ростом в ближайшее время в свете выступления руководства компании на телефонной конференции, где были прояснены детали консолидации контрольного пакета РАО ЭС

ФСК ЕЭС объявил в четверг о своем намерении провести технический листинг депозитарных расписок в Лондоне 28 марта. Это вполне следует из стратегии компании, которая предполагает, что все необходимые процедуры будут завершены к концу марта

текущего года. Компания ожидает, что после листинга государство продаст 4,11%-й пакет акций ФСК при условии достижения цены в 0,5 руб. за акцию. Если приватизация все же состоится в этом году, то этот факт будет позитивным фактом для котировок компании, поскольку сам факт проведения листинга в Лондоне даст возможность в обозримом будущем ожидать более высокие уровни по акциям ФСК.

Мы также считаем, что последние инициативы со стороны правительства не сильно затронут ФСК ЕЭС, что не приведет к сильному ограничению роста тарифов, что может послужить дополнительным стимулом в пользу инвестиций.

МРСК Юга в пятницу обнародовала прогноз финансовых показателей своей деятельности до 2015-го года, согласно которому среднегодовой прирост выручки должен составить примерно 11%, поэтому выручка увеличится с 24,7 млрд. руб. в 2011-м году до 38 млрд. руб. в 2015-м году. Что касается себестоимости, то она также будет увеличиваться в среднем на 12% в год. EBITDA должен прибавить примерно 11%. Рентабельность по EBITDA в 2015-м году должна сохраниться на уровне 2011 года в размере 16%.

Столь существенный рост выручки ожидается компанией на основании того, что МРСК Юга включает в себя филиалы, часть которых в лице Астраханьэнерго и Ростовэнерго уже перешли на новую систему тарифов RAB-регулирования, а часть должны перейти на нее в ближайшее время. Крупнейший филиал МРСК Юга – Волгоградэнерго использует тарифы, рассчитанные по методу долгосрочной индексации.

С учетом всех прогнозных значений, обнародованных компанией, справедливую стоимость акции компании оценивается нами примерно в размере 0,16 руб., что предполагает некий потенциал роста по сравнению с текущей рыночной стоимостью, но незначительный. Таким образом, мы не рекомендуем к покупке данные бумаги с долгосрочными целями.

6. БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

После закрытия торгов в понедельник Сбербанк обнародовал отчетность по МСФО за 2010-й год, согласно которой кредитный портфель Сбербанка России после создания резервов вырос в 2010-м году на 12,9% до 6,19 трлн. руб. Стоит отметить, что в отчетном периоде вырос как корпоративный, так и розничный кредитные портфели, причем примерно с II квартала 2010-го года. Только в последнем квартале объем корпоративного кредитного портфеля по сравнению с предыдущим кварталом составил 5,9%, прирост

розничного составил 4,8%. В целом же по итогам года корпоративный кредитный портфель вырос в 2010-го года на 14,2%, а розничный – на 12,1%.

Стоит отметить, что созданные резервы на потери по ссудам в 2010-м году выросли на 21,2% до уровня в 702,5 млрд. руб., а доля созданных резервов на конец 2010-го года составила 11,3% от суммарного кредитного портфеля по сравнению с 10,7% на конец 2009-го года. Среди позитивных фактов отчетности мы выделяем снижение доли просроченной задолженности на конец 2010-го года до 7,3% от суммарного кредитного портфеля, тогда как в IV квартале снижение составило 1,3%.

Очень сильно вырос объем портфеля ценных бумаг Сбербанка – на 71,4% за 2010-й год до 1,82 трлн. руб. Мы связываем столь существенный рост благодаря увеличению вложений в облигации Банка России и ОФЗ, доля которых составила 61,3% от общей величины портфеля ценных бумаг на конец 2010-го года. Доля корпоративных облигаций в портфеле ценных бумаг банка, наоборот, снизилась с 25,4% на начало 2010-го года до 19,4% на конец 2010-го года. В абсолютном выражении портфель корпоративных облигаций вырос на 30,4% в течение 2010-го года благодаря приобретению корпоративных облигаций российских эмитентов в качестве альтернативной формы кредитования.

В качестве дополнительного доказательства активизации банка на рынке капитала стоит упомянуть наращивание портфеля корпоративных акций из акций российских компаний первого эшелона, который увеличился в 2,8 раза с начала года и составил 115,3 млрд. руб.

Обязательства Сбербанка за год выросли на 20,8% до уровня в 7,64 трлн. руб., тогда как их структура не изменилась – по-прежнему доминируют средства физических лиц, которые остаются основным источником финансирования операций банка. Они выросли на 27,7% по сравнению с началом 2010-го года. Капитал Сбербанка увеличился на 26,7% за 2010-й год до уровня в 987,2 млрд. руб., а активы Сбербанка выросли в 2010-м году на 21,4% до 8,63 трлн. руб. благодаря росту кредитного портфеля и увеличению инвестиций в ценные бумаги.

Чистая прибыль Сбербанка выросла в почти 7,44 раза до уровня в 181,6 млрд. руб., но столь существенный рост связан с сокращением расходов по созданию резервов под обесценение кредитного портфеля за 2010-й год на 60,5% по сравнению с 2009-м годом и составили 153,8 млрд. руб. Столько сильное сокращение расходов на резервирование мы связываем со снижением темпов роста проблемной задолженности на фоне восстановления российской экономики, а также активной работой банка по стабилизации качества кредитного портфеля.

Комиссионные доходы банка выросли на 23,8% до уровня в 130,9 млрд. руб. благодаря увеличению расчетно-кассовых операций с клиентами. Операционные расходы банка выросли на 23,2% из-за роста расходов на персонал, которые увеличились почти на 25% в свете реализации программы по приведению зарплат сотрудников в соответствие с рыночным уровнем, а также роста затрат на различные инфраструктурные проекты, связанные с реализацией стратегии развития Сбербанка.

Мы оцениваем данные отчетности нейтрально, поскольку без учета фактора обесценения, процентные доходы сократились на 2,4% до уровня в 795,6 млрд. руб. благодаря общему снижению процентных ставок по кредитам на рынке, наблюдавшимся в течение года и высокой конкуренцией в сфере привлечения качественных заемщиков. Процентные расходы сократились на 4% до уровня в 300 млрд. руб. в результате снижения стоимости привлечения средств как физических лиц, так и корпоративных клиентов, отражая общее снижение процентных ставок на рынке. В результате, операционные доходы до формирования резервов под обесценение кредитного портфеля за 2010-й год выросли на 2,9% в сравнении с предыдущим периодом.

7. ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОР

В понедельник Ростелеком, наконец, сообщил о том, что компания все-таки начинает завершающую стадию реорганизации, в ходе которой к ней будут присоединены семь межрегиональных компаний связи – Центртелеком, Сибирьтелеком, Дальсвязь, Уралсвязьинформ, Волгателеком, ЮТК, Северо-Западный Телеком, а также Дагсвязьинформ. В официальном пресс-релизе на сайте Ростелекома говорится, что уже 25 марта все присоединяемые компании должны подать в регистрирующий орган заявления о внесении записи в Единый государственный реестр юридических лиц о прекращении своей деятельности в связи с присоединением к Ростелекому.

Согласно планам компании, уже с 28 марта будут прекращены торги ценными бумагами МРК. Что касается перспектив начала торгов на российских биржах новыми выпусками обыкновенных акций и биржевых облигаций объединенного Ростелекома, то они должны начаться только после регистрации в ФСФР отчетов об итогах выпуска ценных бумаг. По закону, регистрация отчетов в ФСФР осуществляется в течение 14 дней, но обычно она затягивается еще примерно на 1-1,5 недели. Это значит, **что начало торгов акциями Ростелекома нового выпуска начнется** примерно через 3-4 недели после прекращения обращения на биржах бумаг всех МРК, то есть **примерно в 20-х числах**

апреля. Важно, что до конца апреля обращение обыкновенных и привилегированных акций Ростелекома на биржах будет происходить в обычном режиме.

Мы считаем данную новость нейтральной для котировок Ростелекома, поскольку она была отыграна давно, еще в 2010-м году. Что касается ее влияния на бумаги всех МРК, то она скорее для них представляется негативной, поскольку в процессе реорганизации акционеры этих компаний на некоторое время будут обладать практически неликвидными бумагами.

В пятницу стали известны некоторые детали сделки между МТС и Комстар-ОТС по присоединению последней. Процесс вступает в свою завершающую стадию. С пятницы прекратились торги GDR Комстара на Лондонской бирже и торгов акциями Комстара на ММВБ. В первой декаде апреля должна пройти конвертация депозитарных расписок и акций Комстара в акции МТС, после чего примерно в середине мая акции МТС нового выпуска начнут котироваться на биржах. Важно отметить, что примерно до середины августа акции МТС текущего выпуска и нового выпуска будут торговаться отдельно, после чего также последует их объединение.

Что касается какого-либо влияния данной новости на котировки МТС, то вряд ли оно будет существенным, поскольку новость уже была довольно давно отыграна. Гораздо более важной новостью для бумаг МТС будет являться ожидание существенных дивидендных выплат, которые должны составить около 17 руб. на акцию. Бумаги Комстара, которые уходят из списков бирж с имеющимся дисконтом в 6% по отношению к котировкам МТС, также сейчас торгуются на вполне справедливых уровнях. Дисконт связан с тем, что бумаги Комстара перестанут обращаться на биржах, тогда как бумаги МТС нового выпуска начнут обращение только через месяц.

Те акционеры Комстара, которые владели бумагами, подлежащими конвертации в акции МТС, получают право на получение дивидендов за 2010-й год вместе с акционерами МТС, поэтому мы не советуем продавать эти бумаги.

8. ТРАНСПОРТНЫЙ СЕКТОР

В среду международное рейтинговое агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг Аэрофлота в иностранной валюте на уровне "BB+" с прогнозом по рейтингу "стабильный".

Агентство аргументирует свое решение тем, что взаимосвязь между рейтингами материнской и дочерней компаний по-прежнему на один уровень превышает самостоятельную кредитоспособность компании за счет поддержки от материнской

структуры. Стратегические и операционные связи Аэрофлота с государством, которое владеет 51% акций компании, остаются достаточно сильными, что предполагает некую самостоятельность в кредитоспособности компании и отражает ее позицию как ведущего российского авиаперевозчика и крупнейшей авиакомпании в стране.

Отметим, что Аэрофлот демонстрирует стабильный рост на протяжении последних шести лет, а совокупные темпы роста составили 12% благодаря как органическому росту, так и расширению за счет приобретений. Процент занятости пассажирских кресел существенно улучшился за последние годы, поднявшись на 9% до 77%, что соответствует аналогичным показателем у British Airways – одного из мировых лидеров по этому показателю. Группа имеет хорошие позиции, что получить дополнительные преимущества за счет плана правительства по развитию сектора авиаперевозок, направленного на стимулирование экономического роста в стране.

Если сравнивать результаты деятельности Аэрофлота с европейскими сопоставимыми авиакомпаниями, то показатели компании продемонстрировали определенную устойчивость в условиях недавнего спада. С 2008-го года компания имела показатели маржи EBITDA на уровне 11-12% и положительное значение чистой прибыли. Восстановление глобального рынка авиаперевозок началось в конце 2009-го года, что дало возможность компании в 2010-м финансовом году достичь более высоких, чем ожидалось, операционных показателей во всех регионах.

Тем не менее, мы отмечаем, что доходность перевозок пассажиров осталась низкой, поскольку Аэрофлот не смог быстро повысить цены по причине медленного восстановления глобальной экономики и жесткой конкуренции за дополнительный трафик в секторе. Мы ожидаем постепенное восстановление средней доходности по мере дальнейшего укрепления доверия со стороны бизнеса и потребителей в 2011-м году. Среди негативных факторов для бизнеса и котировок компании мы считаем вероятность консолидации всего существующего долг корпорации Ростехнологии в процессе вышеупомянутого объединения.

Мы считаем оставление рейтинга Аэрофлот позитивным фактом для котировок компании, поскольку налицо встраивание компании в мировой процесс консолидации на мировом рынке авиаперевозок, что при поддержке со стороны российского правительства даст Аэрофлоту шансы на лидерство в процессе консолидации на внутреннем рынке путем объединения с шестью региональными авиакомпаниями корпорации Ростехнологии. Ожидается, что данная сделка будет завершена к концу 2011 г за счет обмена акциями без влияния на структуру денежного потока "Аэрофлота". После осуществления сделки общая рыночная доля "Аэрофлота" по пассажирским перевозкам повысится на 10% до 37%, что

еще больше усилит доминирующую позицию компании в российском секторе авиаперевозок.

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.

28 марта 2011 года