

**МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ**  
**И**  
**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА**  
**(22.11.2010 – 26.11.2010)**

**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. Нефтегазовый сектор.....	7
5. Metallургический сектор.....	8
6. Химический сектор.....	10
7. Банковский сектор.....	12

## 1. ОБЩИЙ ВЗГЛЯД НА РЫНОК.

<i>Динамика российских фондовых индексов за неделю</i>		
<i>Индекс</i>	<b>РТС</b>	<b>ММВБ</b>
<i>Закрытие 26.11.2010</i>	1 602,48	1 566,41
<i>Закрытие 19.11.2010</i>	1 600,98	1 556,8
<i>Изменение за неделю, %</i>	<b>0,09</b>	<b>0,62</b>

По-прежнему рынок не может прийти в состояние равновесия даже несмотря на вполне позитивный внешний информационный фон. Все дело в том, что фон этот отсутствовал в принципе из-за праздников в США. Да, нефтяные рынки еще могут какое-то время поддержать рынок, выступая в роли некоего триггера, но все же этот фактор является временным. Заявление генсека ОПЕК о том, что биржевые спекулянты способны разогнать котировки на мировом рынке до \$100 за баррель, привели ряд участников рынка в замешательство.

Нужен ли такой разгон российскому рынку? Блага этого факта неоспоримы, никто не спорит, но есть и обратная сторона медали. Она заключается в том, что многие участники рынка несколько притормозят с покупками бумаг других секторов, а ряд перспективных IPO компаний в секторе инноваций и новых технологий могут снова быть отложенными по причине недостатка спроса. Вряд ли это пойдет на пользу российскому рынку. Будем надеяться, что картель будет верен себе: если на рынках создастся физическая нехватка нефти, то квота на добычу будет увеличена, но если недостаток нефти будет вызван только биржевой спекуляцией, то менять квоты не надо.

На первый план на мировых рынках вышли новости вокруг ряда европейских стран, и даже тема Китая уже медленно, но верно сходит с первого плана. Все дело в том, что, по сути дела, все китайские новости уже отыграны, 'маршрут движения' монетарных властей Поднебесной всеми давно усвоен. Хочешь, не хочешь - с этим придется мириться. Гораздо интереснее перспектива реагирования рынков на ситуацию с бюджетными дефицитами Ирландии, Португалии и Испании. Если последние две страны пока худо-бедно справляются со своими финансовыми проблемами самостоятельно, то ирландские беды могут отразиться на положении всей еврозоны. В выходные страна официально обратилась в ЕС и МВФ за помощью и крайне быстро и оперативно получила согласие монетарных властей Европы на предоставление финансовой помощи.

'Медведи' оккупировали рынок всерьез и надолго: даже утренние попытки отрасти на покупках не увенчались успехом. В принципе, есть отчего. На выбор участникам рынка была представлена целая гамма настораживающих и негативных новостей. В первую очередь, конечно, стоит сказать о заявлении финансовых властей ЕС и представителей

МВФ о том, что объявленная ранее финансовая помощь Ирландии для ликвидации высокого бюджетного дефицита может быть оказана и не в полной мере в связи с эскалацией политического кризиса в стране. В Испании и Португалии, конечно, таких проблем нет, но не 'напрягать' властей этих стран подобная информация не может. Тема ужесточения монетарной политики в Китае и замедления одной из крупнейших экономик мира остается актуальной, что вкупе с европейской напряженностью и резким снижением курса евро по отношению к доллару сильно будоражит умы участников рынка.

Что значит снижение курса евро для мировых рынков? Повышенную нагрузку на страны-локомотивы экономики в ЕС, которые помимо постоянных денежных вливаний в проблемные страны вынуждены к тому же страдать от резкого удорожания импорта в связи с резким снижением курса евро. Экономика ЕС хоть и не нетто-импортер, но импорт занимает существенную долю в торговом балансе ЕС. Важным фактором напряженности теперь стал и рост политической напряженности на Корейском полуострове, следствием чего стал артиллерийский удар со стороны КНДР Южнокорейского острова Ёнпхёндо в Желтом море. Азиатские рынки, конечно, будут отыгрывать и этот фактор.

Различные разговоры о предновогоднем ралли, которое вот-вот начнется, пока представляются не очень состоятельными. Все потому, что на рынке пока отсутствует главное - желание покупать. Чтобы это желание появилось, на рынок должна прийти ликвидность. А как она придет на фоне корейских конфликтов, европейских долгов и роста курса доллара, что отражается на сырьевых рынках, а, значит, и на российском, не лучшим образом? Различные новости о планируемой продаже части госпакетов, конечно, являются позитивным фактором для покупок, но с учетом определенного рода требований эта новость может быть отыграна не сейчас, а в долгосрочной перспективе. Например, что касается продажи 10%-го пакета ВТБ, то правительство России будет вести продажу госпакетов, только в том случае, если будет хотя бы какая-то гарантия того, что удастся выручить от этой процедуры около \$3 млрд. Также не стоит забывать, что сделка по продаже госпакетов ряда крупнейших российских эмитентов может произойти только с наличием опциона, условием которого является тот факт, что приватизируемые пакеты не смогут продаваться на открытом рынке определенное время.

## 2. РОССИЙСКИЙ РЫНОК: ДЕНЬ ЗА ДНЕМ

**Торги в понедельник** характеризовались тем, что активность участников рынка была чуть ниже уровня прошлой недели, поскольку никаких заделов для роста после

старта не было - значимой макроэкономической статистики не было, как и важных международных новостей. Отрицательное открытие торгов в Европе и США дало возможность работающим на снижение участникам рынка взять инициативу в свои руки после озвученного желания агентства Moody's снизить рейтинг Ирландии сразу на несколько ступеней. По всей видимости, это только первый шаг - следующая страна на подходе. Снижались цены и на энергоносители. Тем не менее, сильного снижения не наблюдалось, поскольку тема долгового кризиса в Еврозоне уже давно отыграна, а настоящих поводов для движения вниз в понедельник не было.

**Торги во вторник** проходили, в принципе, в схожем ключе с понедельничными, только активность инвесторов была чуть повыше. Снижение на открытии было связано с большим количеством внешнего негатива, главным образом, из Азиатского региона, откуда поступали сводки о боевых действиях между Северной и Южной Кореей. В Европе продолжили усиливаться опасения по поводу долгового кризиса в Испании и Португалии. Последние события в Ирландии дали повод для разговоров о том, что меры со стороны ЕС и МВФ по поддержке ее экономики могут быть не выполнены целиком по причине политического кризиса в стране. Вышедшие данные по ВВП США за III квартал своим позитивом не смогли нивелировать статистику по рынку недвижимости США, которая не порадовала участников рынка, как не смогла этого сделать и ситуация на сырьевых рынках.

**Торги в среду** проходили при неизменной активности участников рынка по сравнению с предыдущим днем и характеризовались достаточно большим количеством сделок. Внешний информационный фон был разнонаправленным, поскольку нес в себе как позитивные, так и негативные новости, но покупатели по итогам дня оказались все же сильнее. Давление на рынок оказывали европейские долговые проблемы и новости о понижении S&P рейтинга Ирландии и забастовках в Португалии. В целом статистика из Еврозоны носила довольно разнонаправленный характер. Ближе ко второй половине дня вышла неплохая американская статистика, где основное внимание привлекли данные по безработице в США, которые оказались лучше прогнозов, что поддержало американские фондовые площадки. Дополнительными поводами для покупок стал рост азиатских бирж и нефтяных котировок.

**Торги в четверг** проходили крайне спокойно в связи с отсутствием внешних ориентиров и праздников на рынке США. Динамика движения рынка была вполне умеренной, большинство котировок показывали повышательную динамику в условиях спокойного внешнего информационного фона. Вышедшая статистика в Европе и Азии носила нейтральный характер, поэтому торги там проходили спокойно, даже с небольшим

ростом. Дополнительным стимулом для отечественных покупателей стал неожиданный рост котировок на нефтяных рынках.

**Торги в пятницу** проходили достаточно спокойно, поскольку внешний фон был достаточно умеренным, но сильного роста не было в связи с отсутствием значимой макроэкономической статистики из США.

### **3. НЕФТЯНОЙ РЫНОК: ДЕНЬ ЗА ДНЕМ.**

**В понедельник** цены на нефть снизились на фоне опасений относительно того, что проблемы, которые вынудили Ирландию принять помощь, могут распространиться на другие европейские страны. Снижение цен наблюдалось на фоне решения Ирландии принять помощь от Евросоюза и Международного валютного фонда. Несмотря на то, что настроения участников рынка вроде бы сразу после этой новости улучшились на фоне этого решения, они существенно изменились по причине опасений того, что сталкивающиеся с трудностями экономики еврозоны (Португалия, Испания, Греция) могут последовать ирландскому примеру. Снижение нефтяных цен привело к укреплению курса доллара по сравнению с евро. Рост доллара обычно оказывает давление на цены на нефть, поскольку выраженные в доллары цены на нефть дорожают для держателей других валют.

**Во вторник** котировки фьючерсов несколько снизились, поскольку беспокойство по поводу суверенного долга Европы существенно снизило спрос участников рынка на сырьевые активы. Цены на нефть снижались наряду с ценами на другие сырьевые товары, поскольку инвесторы стали обращать больше внимания на ситуацию вокруг оказания помощи Ирландии, поскольку стало ясно, что и другим европейским странам, в особенности Португалии, может потребоваться дополнительная финансовая поддержка для того, чтобы остаться платежеспособными. Что касается спроса и предложения на рынке нефти, то они отошли на второй план перед макроэкономическими новостями. Ранее цены снова продемонстрировали резкое падение с района выше уровня в \$88 за баррель на фоне опасений относительно еврозоны и мер Китая, направленных на замедление экономического роста в стране.

**В среду** котировки фьючерсов выросли, приостановив снижение в сторону отметки в \$80 за баррель, поскольку участники рынка позитивно восприняли отчеты, указывающие на улучшение перспектив экономики США. Появились очередные признаки улучшения состояния экономики США, а именно состояние числа первичных заявок на пособие по безработице, которое снизилось до самого низкого уровня более чем за два года. Согласно данным Министерства торговли США, потребительские доходы в США в октябре выросли

на 0,5%. Такой результат был зафиксирован только дважды в этом году. Окончательный индекс настроений потребителей США в ноябре также вырос до 71,6 по сравнению с прогнозом в 69,8.

**В четверг** на рынке осуществлялся существенный рост, который отыгрывал потери, понесенные на прошлой неделе, когда стоимость фьючерсов упала на 4%. Участники рынка полагают, что причиной негатива на сырьевых площадках стало решение Китая повысить резервные требования к банкам. Был обнародован доклад Международного Энергетического Агентства, согласно которому рост потребления нефти в Китае в следующем году составит 4,3%, что нивелируется небольшим спросом на сырье со стороны Северной Америки и Еврозоны из-за неспешных темпов восстановления экономики и их промышленных секторов.

**В пятницу** после резкого взлета днем ранее цены на нефть продолжили двигаться вверх. Поддержку рынку оказывало ослабление доллара против евро. Ограничивало же рост котировок беспокойство по поводу долговых проблем еврозоны и мер Китая по сдерживанию инфляции. Цены на нефть, наконец, нашли сильную поддержку возле уровня в \$80-85 за баррель, что стало основой для их резкого отскока в среду на фоне благоприятных макроэкономических данных. Рост на рынке нефти продолжился, однако вследствие укороченного торгового дня в США внимание игроков было направлено на европейские рынки.

#### 4. НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

В среду премьер-министр Владимир Путин подписал распоряжение о продаже 'Роснефтегазом' долей в 72 газораспределительных организациях, которые ранее были приобретены этой госкомпанией у Росимущества.

Напомним, что изначально планировалась схема, по которой Газпром должен выкупить 0,89% собственных акций, принадлежащих Росгазификации, в пакетах акций газораспределительных организациях после того как Росимущество передаст государственные пакеты в них Роснефтегазу. После этого Роснефтегаз должен был обменять пакеты в газораспределительных организациях на бумаги Газпрома.

Важно, что во всех 72 организациях Газпром консолидирует 75% обыкновенных акций, поэтому Газпром после выкупа будет обязан выставить оферту, цена которой будет сравниваться с оценкой Росимущества. Единственным исключением остаются акционеры

Владимироблгаза, которым Газпром не обязан выставить оферту, поскольку его доля в после выкупа увеличится с 50,1% до 71,5%.

Мы считаем, что переход этих долей в ГРО в собственность Газпрома является нейтральной для котировок бумаг, поскольку инвесторам особенно не на что реагировать, так как пока отсутствует ясность в деталях процесса передачи активов Газпрому. Как только будет проведена новая оценка всех газораспределительных организаций, можно будет сделать выводы по инвестпотенциалу бумаг Газпрома, поскольку ориентироваться надо будет на сравнение результатов новой оценки с результатами оценки предыдущей. Газпром же, скорей всего, будет выставить оферту, поскольку одним из стратегических планов концерна является консолидация всех бумаг данных ГРО.

В среду стало известно, что Арбитражный суд Москвы принял решение снизить штраф, наложенный Федеральной антимонопольной службой в отношении нефтяной компании 'Роснефть', почти на 160% (с 5,28 до 2,04 млрд. рублей). Естественно, что после принятия подобного решения все судебное производство по иску Роснефти о признании недействительными актов ведомства было прекращено. Представитель Роснефти заявил о том, что просит Арбитражный суд Москвы принять достигнутое ранее соглашение с ФАС, по которому размер штрафа для Роснефти снижался, а компания заявляла частичный отказ от иска. Адвокат ФАС поддержал просьбу представителями Роснефти, поскольку данное соглашение не противоречит законодательству.

Напомним, что во второй половине 2009-го года ФАС наложила штраф на Роснефть в размере 5,28 млрд. рублей, на Газпромнефть - в размере 4,7 млрд. руб., ЛУКОЙЛ - в размере 6,5 млрд., ТНК-ВР - в размере 4,2 млрд. руб. за злоупотребление доминирующим положением на рынке нефтепродуктов.

Мы расцениваем данную новость как позитивную для котировок Роснефти, поскольку стратегия, выбранная юристами компании по достижению мирового соглашения с ФАС, начатая еще весной текущего года принесла свои плоды.

## **5. МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕКТОР**

В понедельник стало известно, что правительство РФ собирается ввести экспортные пошлины на никель и медь в размере 10%. Напомним, что сейчас экспортная пошлина на никель составляет 5%, а на медь она и вовсе обнулена. Минфин мотивирует повышение размера вывозной таможенной пошлины необходимостью компенсировать дефицит бюджета путем роста его доходов. Только увеличение пошлины на вывоз никеля на 5% должно, по расчетам Минфина, принести бюджету в будущем году выгоду в размере 6,5



млрд. рублей. Что касается роста пошлины на экспорт меди сразу на 10%, то это должно увеличить доходную часть бюджета еще на 8,8 млрд. рублей.

Мы считаем, что увеличение экспортных пошлин, в первую очередь, отразится на деятельности Норильского никеля, который является одним из крупнейших поставщиков никеля в мире и одним из лидеров по производству меди в России. Мы считаем, что в долгосрочной перспективе бумаги вряд ли просядут, поскольку новость о повышении пошлин муссировалась на рынке уже давно и просто пришла к своему логичному завершению. В краткосрочной перспективе возможен спекулятивный откат вниз.

В среду корпорация ВСМПО-АВИСМА объявила о своих планах в конце I квартала 2011-го года начать в США выпуск титановой продукции общим объемом около 500 т продукции ежегодно. Выпуск будет осуществляться совместно с американской компанией Universal Stainless & Alloy Products, которая будет осуществлять передел продукции и поставлять ее в дочернюю компанию ВСМПО-АВИСМА в США - NF&M International. Сама сделка представляется нам позитивной для российского производителя, но дочерней американской структуре ВСМПО придется существенно увеличивать свои производственные мощности в Пенсильвании, чтобы изготавливать весь заявленный сортамент продукции: проволоку, крепежные детали, детали медицинского назначения. Сырье же будет поставляться АВИСМой из России в США, где будет производиться окончательный передел полученной продукции.

Мы позитивно оцениваем влияние данной новости на котировки ВСМПО-АВИСМы, поскольку продукция из титана является крайне востребованной во многих отраслях промышленности: в медицинской, авиакосмической, металлургической. Наибольший спрос мы ожидаем именно в авиакосмической отрасли благодаря росту производства пассажирских самолетов с использованием композитных материалов. Текущий мировой спрос на крепежи из титана составляет примерно 3-5 тыс. т в год, но мы ожидаем его увеличения в несколько раз до 2015-го года. Поскольку ВСМПО-АВИСМА является одним из поставщиков титановых полуфабрикатов и проката для коммерческих программ Boeing и для роторов General Electric и United Technologies, которые являются крупнейшими производителями двигателей в мире, рост спроса на титановую продукцию должен поднять котировки АВИСМы вверх.

## 6. ХИМИЧЕСКИЙ СЕКТОР

В среду стало известно, что Сильвинит заключил договоры на поставку хлористого калия с российскими производителями сложных удобрений Уралхимом, Еврохимом и Фосагро до 2013-го года включительно. Согласно условиям договоров, цена поставок будет установлена на уровне минимальной экспортной цены, которая будет устанавливаться ежеквартально. Уралхим должен будет приобрести у Сильвинита 135 тыс. т. с возможностью увеличения поставок до 180 тыс. т в год. Фосагро будет закупить у Сильвинита около 38 тыс. т, а Еврохим - около 17 тыс. т в год. Что касается уровня цен, которые будут действовать в I квартале 2011 года, то они пока не раскрываются, поскольку этот вопрос будет решаться в конце декабря. Это не первый случай подобных договоров в отрасли - на прошлой неделе Уралкалий сообщил о заключении договоров с российскими производителями сложных удобрений Фосагро и Еврохимом, согласно которым цена поставок в I квартале 2011 года составит 5700 руб. за тонну, что почти на треть выше цен, действующих в текущем году.

Отметим, что Сильвинит поставляет на внутренний рынок около 980 тыс. т хлористого калия в год, из которых около 800 тыс. т поставляет производителям сложных удобрений. С учетом условий заключенных договоров Сильвиниту необходимо заключить еще договоры примерно на 600 тыс. т. Основная доля поставок должна будет идти Акрону, с которым пока Сильвинит договоров поставки не заключил, но это вопрос времени, поскольку Сильвинит обладает преимуществом в установлении цен на хлористый калий в России в связи с рекомендациями ФАС в отношении методики установки цен.

Мы считаем, что новость является позитивной для котировок Сильвинита, поскольку сильные позиции на рынке и подтвержденные контракты придадут уверенности компании с точки зрения планирования инвестиционных горизонтов в связи с ростом гарантированных доходов компании.

В четверг Акрон обнародовал финансовые результаты по итогам III квартала 2010 года, согласно которым размер выручки остался на ожидавшемся уровне, а вот размер EBITDA оказался существенно ниже ожиданий. Что касается чистой прибыли, то ее размер оказался лучше ожиданий.

Итак, выручка Акрона за III квартал 2010-го года составила \$346 млн., что говорит об ее увеличении всего на 1% по сравнению со II кварталом благодаря росту цены реализации удобрений, что компенсировало 4%-ное снижение объемов продаж продукции. Не могло обрадовать рынок повышение себестоимости проданной продукции на 11% за

аналогичный период, что вызвало снижение валовой прибыли Акрона на 15%. Показатель EBIT компании в III квартале сократился на 21% по сравнению со II кварталом, EBITDA снизился на 18%, рентабельность по EBITDA снизилась до 18%. Что касается чистой прибыли Акрона, то она составила \$50 млн., что превзошло прогноз по рынку, предполагавший ее размер \$38 млн. Во многом, прибыль столь существенно выросла благодаря полученному доходу от курсовых разниц. Операционный денежный поток Акрона составил \$73 млн. по сравнению с отрицательным значением в \$35 млн. в предыдущем квартале, что произошло благодаря увеличению оборотного капитала.

Среди негативных моментов отчетности стоит выделить рост чистого долга, который на конец отчетного периода составил \$888 млн., увеличившись на \$73 млн. с начала года. Безусловно, подобная тенденция является негативной, но мы призываем акционеров Акрона более внимательно ожидать финансовых результатов по итогам года, которые в связи с традиционным ростом цен на удобрения, должны быть существенно скорректированы в лучшую сторону. Показатель рентабельности по итогам года должен, по нашему мнению, существенно увеличиться.

В четверг стало известно, что в районе участка, примыкающего к одному из рудных управлений компании Уралкалий, произошел существенный провал грунта непосредственно под железнодорожными путями в районе Березников, примерно в 200 м от железнодорожного вокзала. Никакие производственные активы Уралкалия и рудники Уралкалия не пострадали, а основной причиной провала стало проседание породы в зоне карналитовых выработок грунта. По информации источников СМИ, глубина провала составила 20 м, а ширина и длина - примерно 50 м. На данный момент движение на железнодорожном участке было приостановлено.

По информации Уралкалия, провал грунта не затронул производственный процесс на рудоуправлении, но руды поставки с него были остановлены. Сейчас компания рассматривает альтернативные возможности поставок руды с этого участка автомобильным транспортом по более продолжительному и дальнему маршруту. Стоит отметить, что мощность добычи на этом рудном управлении составляет 300 тыс. т в год, что составляет примерно 5% от общей производственной мощности Уралкалия по производству хлористого калия.

Мы расцениваем данный факт как негативный для котировок Уралкалия, но только в краткосрочной перспективе, поскольку в долгосрочном плане больших изменений в производственных планах вряд ли стоит ожидать в связи с незначительным масштабом инцидента.

## 7. БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

В четверг банк 'Возрождение' обнародовал свою отчетность за 9 месяцев по МСФО, согласно которой чистая прибыль составила 397 млн. руб., тогда как консенсус-прогноз по рынку предполагал размере прибыли в размере 151 млн. руб. Позитивным оказался и размер чистого процентного дохода банка в III квартале, который подрос на 5% по сравнению с II кварталом и составил 1,89 млрд. руб. Рентабельность собственного капитала за отчетный период составила 3,2%.

Что касается стоимости активов, то они выросли на 15% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года и составили 156 млрд. руб. В общей сумме увеличения стоимости активов только III квартале активы банка выросли на 6% из-за увеличения привлеченных корпоративных средств (+3,8 млрд. руб.) и средств частных клиентов (+3,3 млрд. руб.). Средства розничных клиентов подросли за 9 месяцев 2010-го года на 18% и составили около 60% от всех обязательств, что говорит об их исключительно важной роли в процессе фондирования банка. Размер портфеля кредитов за вычетом резервов банка с начала года вырос на 10,6%, а до вычета резервов в III квартале его рост составил 3% и составил 105,5 млрд. руб.

Мы считаем, что в целом финансовая ситуация в банке сильно не изменилась, а показатели можно расценивать как нейтральные, поскольку по показателям P/E и EV/EBITDA акции банка являются существенно дороже, чем у аналогичных банков в отрасли с похожими показателями. Рентабельность собственного капитала остается на низком уровне, что говорит о неэффективном использовании капитала банком. По этим причинам мы не советуем в ближайшее время покупать бумаги банка.

*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.*

**29 ноября 2010 года**