

**МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ**  
**И**  
**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА**  
**(25.08.2008 – 29.08.2008)**

**РИКОМ ■ ТРАСТ**  
**ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ**

---

**Руководитель аналитического отдела  
Абелев Олег Александрович**

**Аналитик  
Мурзин Илья Алексеевич**

**(495) 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. Metallургический сектор.....	7
6. Машиностроительный сектор.....	9
7. Энергетический сектор.....	9
8. Потребительский сектор.....	10

## I. Российский рынок

### 1. Общий взгляд на рынок

<i>Динамика российских фондовых индексов за неделю</i>		
<i>Индекс</i>	<b>РТС</b>	<b>ММВБ</b>
<i>Закрытие 29.08.2008</i>	1646,14	1348,92
<i>Закрытие 22.08.2008</i>	1701,61	1374,69
<i>Изменение за неделю, %</i>	<b>-3,26</b>	<b>-1,87</b>

Активные военные действия на Кавказе уже завершились, но геополитические факторы еще долго будут 'аукаться' российским участникам рынка, поскольку уж больно сильна в умах иностранных инвесторов антироссийская риторика. Практически все котировки уже вернулись на уровни конца июля, которые мы могли наблюдать до начала военной операции, но никто входить в бумаги пока не советует, поскольку сохраняется сильная неопределенность. Возможно, что новость о выкупе акций ГМК Норникеля в размере 4,5% от уставного капитала с рынка хоть как-то повлияет на удержание текущих уровней и позволит показать незначительный отскок вверх. Продолжается сильное давление продавцов и в нефтяных бумагах из-за снижения цен на нефтяных рынках, например, в бумагах Газпрома, что вызывает давление на рынок в целом.

Мысли инвесторов по-прежнему рассеиваются и не могут сосредоточиться из-за очень высокой степени неопределенности, которая как паутина продолжает опутывать фондовые площадки и давать карт-бланш многочисленным спекулянтам, продолжающим раскачивать рынок и играть на нервах инвесторов. Нынешняя ситуация, когда уровень поддержки уже преодолен, а до следующего еще довольно далеко, приводит к постоянному росту волатильности. Постоянные просадки не дают реализоваться платежеспособному спросу инвесторов, а редкие отскоки наверх не дают уверенно открывать короткие позиции.

Последняя летняя неделя не принесла на рынок абсолютно ничего позитивного: все те же геополитические риски, все тот же смешанный внешний фон, идущий с американских площадок, поводом для которого стало банкротство очередного, уже девятого по счету за этот год банка Columbia Bank & Trust. Уже перестали удивлять нынешние ценовые уровни образца осени 2006 года, и уровень в 1300-1400 пунктов по индексу РТС не является чем-то вымышленным: чем дальше будет продолжаться активная фаза эскалации отношений России с мировым сообществом, тем сильнее мы будем проседать вне зависимости от характера экономических новостей как внутренних, так и внешних. Инвесторы даже впервые за долгое время не обратили внимания даже на данные о продаже на вторичном рынке жилья, которые стали неожиданно лучше ожиданий. Активные продажи в России также связаны с ростом премии за риск по отношению к другим торговым площадкам. Теперь при расчетах справедливой

стоимости бумаг российских эмитентов точно будут учитываться понижающие коэффициенты за страновой риск.

Какие-то не совсем понятные отскоки по ряду бумаг в течение недели практически целиком и полностью запутали участников рынка, поскольку стало вообще непонятно, что же происходит - отыгрыш корпоративных новостей, что маловероятно, или заход редких крупных инвесторов на столь привлекательные уровни. Сказать сложно, поскольку сейчас никто и ничто - ни эксперты, ни фундаментальный анализ - не является истиной. Когда большинство бумаг находятся на ценовых уровнях трехлетней давности, а макроэкономические показатели не ухудшились катастрофично, естественным чувством в умах инвесторов становится боязнь и непонимание такого рынка, следствием чего становятся активные продажи. Про геополитический фактор не говорим, поскольку здесь пока и так все понятно: отток зарубежных инвесторов, ухудшение инвестиционного климата и все в таком духе.

Довольно существенный технический отскок вверх в течение четверга был достаточно предсказуем и понятен, поскольку абсолютно не игнорировать очень позитивные макроэкономические данные по ВВП США за второй квартал было бы уже чересчур. Все-таки рост последнего составил более 3%, да и на рынке труда количество обращений за пособиями по безработице сократилось.

С другой стороны, нынешняя ситуация продолжает находиться в состоянии 'болтанки', причем от шторма мы переходим к легкому ветерку и наоборот. По-видимому, иностранным инвесторам еще потребуются довольно долгое время, чтобы вернуться на отечественные площадки и обрести доверие к бумагам.

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

Торги в понедельник проходили в депрессивной, беспокойной атмосфере, и, что самое интересное, при практически полном игнорировании внешнего экономического фона. Факт того, что США и Европа в пятницу закрылись в плюсе, а азиатские индексы показали довольно неплохой рост, остался в стороне от российского рынка. Отечественные биржевые индикаторы открыли последнюю летнюю неделю с падения, что было вызвано усилившимися в США страхами по поводу углубления ипотечного кризиса и огромного количества негативных геополитических новостей, касающиеся осложняющихся отношений Российской Федерации с Западом. Теперь в процесс дальнейшей эскалации конфликта с Грузией вошли и страны НАТО, которые активно поддерживают антироссийскую риторику, и уже добились того, что Россия собирается временно выйти из некоторых соглашений по ВТО. Все это не могло не сказаться на настроениях инвесторов.

Торги во вторник сопровождались спорадическими всплесками активности, но это скорее выглядело своего рода безысходной агонией на фоне того, что хуже уже быть не может, а в реальности еще неизвестно, насколько хуже. Практически с самого открытия рынок ушел в снижение на фоне активных

распродаж, которые были спровоцированы западными инвесторами, все меньше и меньше доверяющих отечественному рынку. Основные котировки и индексы, которые существенно ушли вниз на открытии, в течение всей торговой сессии равномерно опускались вниз, а ближе к закрытию заявление Президента РФ о признании нашей страной независимости Южной Осетии и Абхазии подстегнуло движение вниз. В результате торговый день российские площадки закрывали в отрицательной зоне, причем спад был зафиксирован во всех без исключения секторах рынка.

Торги в среду проходили при незначительном повышении активности участников рынка, которая была вызвана классическим техническим отскоком с самого начала торгов. Этот рост стал вполне адекватным и ожидаемым ответом на обвал котировок накануне на фоне все более нарастающей напряженности в отношениях России с остальным мировым сообществом и с неготовыми пока к конструктивному диалогу странами НАТО. Тем не менее, вчерашний день завершился для российского рынка благополучно, он смог закрыться в позитивной зоне.

Торги в четверг проходили на фоне уверенного роста практически всех котировок - в течение дня индексы прибавили более, чем по 4% на фоне вполне ожидаемого технического отскока наверх, роста стоимости нефти и позитивного внешнеэкономического новостного фона. В качестве фундамента для российского рынка выступили свежие статистические данные по ВВП США, а также информация по рынку труда в Германии.

Торги в пятницу открылись небольшим гэпом вниз, несмотря на то что внешний новостной фон носил нейтральный характер. По итогам торгов накануне американские фондовые индексы выросли благодаря позитивному значению пересмотренного ВВП за II квартал 2008г. В течение дня на рынке акций преобладал нисходящий тренд, поэтому индекс закрылся ниже обозначенного уровня на фоне технической коррекцией после скачка цен накануне, предстоящих выходных, когда многие инвесторы решили минимизировать риски, а также коррекция мировых цен на нефть и очередной этап политической напряженности в российско-грузинских отношениях.

### 3. Нефтяной рынок: День за днем

В понедельник на рынке преобладала позитивная динамика в ценах во многом по причине технических покупок. Поддержку ценам стали оказывать опасения нарушения транзита нефти из каспийского региона в Европу в случае усиления напряженности на Кавказе после того, как Совет Федерации РФ принял обращение к президенту России о признании независимости Южной Осетии и Абхазии. Подобный шаг может усилить напряжение в и без того сложных отношениях России с США и их союзниками, которые активно оказывают давление на Россию в конфликте с Грузией. Также цены на нефть росли в свете ожидания возможного сокращения нефтедобычи странами ОПЕК, в пользу которого активно выступает Венесуэла. Вопрос о поставках углеводородов на мировой рынок страны ОПЕК рассмотрят 9 сентября в Вене на совещании своих министров нефти.

Во вторник преобладали продажи, которые были связаны резким укреплением американского доллара, который с начала дня резко подорожал относительно евро и других мировых валют. На нефтяном рынке геополитическое напряжение практически не сказывалось, и даже информация о признании Россией независимости Абхазии и Южной Осетии не вызвала никакой реакции у инвесторов. Гораздо важнее для рынка сейчас ожидания возможного падения нефтедобычи на шельфе Мексиканского залива.

В среду на цены на фьючерсы марок Light Sweet и Brent в течение дня продолжали рост, который был связан с коррекцией на мировом валютном рынке, где позиции доллара вчера несколько просели относительно евро и других валют, что создало благоприятные условия для инвестиционных покупок нефтяных фьючерсов. До конца недели на нефтяные цены будут влиять слухи об очередном (уже пятом по счету) недельном сокращении в США запасов бензина, что дополнительно поспособствует продолжению роста цен на нефть. Растут цены и на фоне ожиданий снижения нефтедобычи на шельфе Мексиканского залива.

В четверг цены в течение дня двигались вверх преимущественно на ожиданиях снижения уровня нефтедобычи на шельфе Мексиканского залива, куда с началом следующей недели ожидается прибытие тропического урагана "Густав". Некоторые нефтяные компании уже спешно приступили к эвакуации своего персонала с морских нефтяных платформ и объявили о своей полной готовности в случае необходимости полностью эвакуировать нефтяников с объектов. Сейчас эксперты нефтяного рынка прогнозируют, что из-за этого урагана добыча нефти на шельфе Мексиканского залива, откуда поступает пятая часть всей производимой в США нефти, может сократиться примерно на 80%. Помогла росту цен на нефть информация о дальнейшем сокращении в США запасов бензина, которые за последний месяц уменьшились почти на 25 млн. баррелей. За последние три дня цены на нефть уже повысились в среднем на 2,5%.

В пятницу цены на нефтяные фьючерсы первый раз с начала текущей недели понизились. Цены потеряли за день около 2% по причине технической коррекции и фиксации прибыли и остановились на самом низком уровне всего за три дня. Отметим, что падение нефтяных котировок началось после того, как рынок впервые за пять торговых дней превысил ценовую отметку \$120 за баррель. Дополнительное давление на нефтяной рынок оказало резкое падение цен на природный газ из-за существенного недельного увеличения в США его промышленных запасов, что явилось еще одним подтверждением падения спроса на энергоносители.

#### 4. Нефтегазовый сектор

Бумаги Татнефти снижались на фоне публикации в пятницу негативных данных отчетности по МСФО за I квартал 2008 г., согласно которым чистая прибыль компании составила 6,34 млрд. руб., а выручка - 109,05 млрд. руб. Мы не проводим сравнения с аналогичными показателями I квартала 2007

года, поскольку за этот период компания не предоставляла квартальную отчетность по МСФО. Чистая прибыль до налогообложения составила 9,4 млрд. руб. За отчетный период Татнефть добыла 6,57 млн. тонн нефти. Выручка компании выросла на 12% и составила 356,28 млрд. руб.

Продолжают снижаться бумаги Газпрома. С мая 2008 года капитализация Газпрома снизилась с \$350 до \$230 млрд. долл., что привело к смещению Газпрома в списке самых крупных мировых корпораций с третьего на седьмое место. Отметим, что бумаги Газпрома во время торгов опускались до уровня в 220 руб., что сравнимо с ценами прошлого лета, когда нефть марки Brent стоила около \$70 за баррель.

В среду появилась информация о том, что Газпром нефть передала свою долю в Московском НП совместному предприятию с Московской нефтегазовой компанией. В конце июня 2008 года Газпром нефть и МНГК получили согласие государства в лице ФАС на передачу акций Московского НПЗ совместному предприятию Moscow NPZ Holdings B.V. Передачу акций планируется завершить до конца октября, что позволит Газпром нефти и Московской нефтегазовой компании начать реализацию совместной программы модернизации Московского НПЗ.

ЛУКОЙЛ сообщил о запуске в эксплуатацию первой очереди Южно-Хыльчуйского месторождения, расположенного в Ненецком автономном округе. Ввод второй очереди Южно-Хыльчуйского месторождения намечен на декабрь текущего года.

##### 5. *Металлургический сектор*

В понедельник совет директоров Норильского Никеля на своем заседании принял решение о выкупе 4,1% собственных акций по средневзвешенной цене за последние шесть месяцев, равной 6147 руб., что предполагает почти 30%-ную премию к текущим рыночным котировкам. Руководство компании уже объявило, что процесс обратного выкупа будет проходить абсолютно открыто, с равным доступом для всех акционеров.

С позиции миноритарных акционеров подобный поворот событий можно оценить как позитивный, поскольку доходность, получаемая ими в случае продажи акций в данной ситуации сравнима с дивидендной доходностью ГМК в размере 4,2-4,3%, поскольку акции будут размещены непосредственно на балансе Норильского Никеля.

Думается, что миноритарии предъявят к выкупу около 10-15% процентов собственных акций, а крупные акционеры не будут продавать свои акции в рамках процедуры выкупа, что резко сократит круг претендентов до уровня рыночного свободного обращения акций (около 45%).

С позиции основного акционера компании (Интерроса), процедура обратного выкупа дает ему возможность увеличить свою долю голосующих акций, и даже в случае аккумуляирования у себя пакета больше 30% не делать обязательную оферту миноритариям.

Мы считаем, что решение руководства компании об обратном выкупе более 4% собственных акций объясняется как необходимостью повышения рыночной стоимости котировок и капитализации компании, так и борьбой основных акционеров за контроль над компанией.

В понедельник стало известно, что компания Северсталь подписала соглашение с основными акционерами американской компании PBS Coals о покупке 71,5% акций иностранной компании у существующих акционеров. Что касается увеличения доли Северстали в капитале 'американцев' и дальше, то полный пакет (около 97%) будет консолидирован холдингом только после завершения процесса объединения PBS Coals и Penfold Capital Acquisition Corporation путем поглощения последней.

По предварительным оценкам самой Северстали, сделка должна состояться примерно через 1,5 месяца, а стоимость приобретаемых активов должна составить около \$1,3 млрд. с учетом заемных средств предприятия в размере \$55-60 млн., что в пересчете на акцию составит чуть меньше \$8.

Скажем пару слов о, собственно, поглощаемой PBS Coals. Американская компания имеет примерно 150 млн. тонн угля в резервах. В текущем году компания произвела около 2 млн. тонн коксующегося угля, а в ближайшее время (до 2010 года) она планирует увеличение добычи до 3,5 млн. тонн. С учетом текущих объемов производства (около 1,3 млн. тонн угля в год) к обозначенному сроку общий объем производства коксующегося угля компании может составить 4,5 млн. тонн, что полностью обеспечит весь американский дивизион Северстали металлургическим углем.

Отметим, что переговоры о приобретении PBS Coals с акционерами компании вела не только Северсталь, но предложение российского холдинга представляется наиболее выгодным. Уже сейчас два фонда (Penfold Capita и Talbot Group) осуществили инвестиции в угольные активы, доходность от которых обещает быть высокой с учетом того, что цена их приобретения составила \$6 в ходе размещения 16 июля 2008 года. Показатель EBITDA PBS Coals по результатам 2007 года составил примерно \$60-70 млн., а в 2008 году она прогнозируется на уровне \$250 млн.

Во вторник НЛМК обнародовал консолидированную финансовую отчетность по итогам I полугодия 2008 года, в которой были зафиксированы неоднозначные значения финансовых показателей, но в то же время налицо снижение рентабельности бизнеса из-за увеличения себестоимости продукции. Темпы роста себестоимости составили почти 80% в отчетном периоде, что значительно превысило показатели роста выручки по отношению к аналогичному периоду предыдущего года.

Мы считаем, что столь сильный рост себестоимости связан в первую очередь с отсутствием угольных активов в структуре НЛМК. Основной прирост выручки компании был сгенерирован подразделением Макси-Групп, которое показало хорошую прибыль по результатам I полугодия благодаря резкому росту цен на готовую продукцию по сравнению с ценами на металлолом, который используется в качестве сырья.

Вероятнее всего, в следующем отчетном периоде рост выручки будет не таким мощным, и тогда только директивное снижение внутренних цен на уголь сможет компенсировать НЛМК резкий рост

себестоимости, поскольку при отсутствии собственных угольных активов сохранить высокий уровень рентабельности представляется довольно сложным.

#### 6. Машиностроительный сектор

В четверг президент АвтоВАЗа в рамках Московского Международного Автомобильного Салона сообщил о принятии решения по покупке 100% акций ИжАвто. Сейчас основным акционером ИжАвто является самарская группа СОК, которой принадлежат 98% акций. Цена планируемой сделки не разглашается.

Мы считаем, что приобретение ИжАвто позволит АВТОВАЗу довольно существенно нарастить производственные мощности, которые как никогда необходимы заводу для организации производства моделей на платформах Renault, поскольку сейчас конвейер завода на 90% занят производством и сборкой автомобилей ВАЗовских марок.

После приобретения ИжАвто АВТОВАЗ значительно расширит уровень производства по причине того, что ИжАвто имеет довольно большое количество неиспользуемых мощностей после прекращения сборки знаменитой модели ВАЗ-2106 несколько лет назад. Собственно, во многом АВТОВАЗ и пошел на сделку по приобретению 100%-го пакета ИжАвто из-за того, что его рыночная цена была довольно приемлемой из-за простаивания мощностей. В прошлом году ИжАвто произвел около 80 тыс. автомобилей при расчетной мощности производства около 350 тысяч автомобилей в год.

Также не стоит забывать, что сам факт сборки на ИжАвто одной из моделей ВАЗовского ряда дает АВТОВАЗу экономию в затратах, поскольку конвейере не надо переоснащать на 100%. Что касается автомобилей KIA, то руководство АВТОВАЗа уже заявило, что их сборку планируется сохранить только в том случае, если это будет прибыльно.

#### 7. Энергетический сектор

Во вторник комиссия Федеральной антимонопольной службы (ФАС) удовлетворила жалобу Мосэнерго к правительству Москвы и Московской теплосетевой компании (МТК). МОЭК и МТК вчера были признаны виновными в совершении согласованных действий на столичном рынке распределения тепловой энергии, поэтому ФАС выдала предписание об устранении нарушений. Обе компании в самое ближайшее время будут обязаны заплатить штраф в размере 8-10% от годового оборота компаний за 2007 год (более 6-7 млрд. руб.)

Напомним, что раньше МТК уже направила Мосэнерго заявление о прекращении действия договора на транспортировку тепла, а МОЭК - о прекращении договора на его покупку. МТК заявила, что будет продавать тепло, купленное у Мосэнерго самостоятельно. Удовлетворение данной жалобы фактически означает, что теперь МТК не имеет права заключать договоры энергоснабжения и продавать тепловую энергию, предварительно не купив ее у поставщиков. Это значит, что Мосэнерго на законных

основаниях потребует от МТК расторгнуть договоры энергоснабжения с организациями, заключенные на объемы тепла.

Мы считаем, что удовлетворение жалобы комиссией ФАС должно позитивно отразиться на рентабельности деятельности Мосэнерго, поскольку до этого действия МОЭК и МТК негативно отражались на интеграции бизнеса по продаже тепла Мосэнерго, и на доходах компании. Размер штрафа, полученного МОЭК и МТК, теперь может стать неподъемным бременем для компаний. Если прибыль в 2008 г., например, МОЭК должна составить около 500 млн. руб., то штраф для нее может превысить 1 500 млн. руб.

#### 8. Потребительский сектор

Вчера компания "Вимм-Билль-Данн Продукты Питания" обнародовала результаты своей деятельности по итогам I полугодия 2008 года, которые оказались значительно хуже ожиданий и прогнозов по рынку. Согласно свежим данным, выручка компании по итогам отчетного периода выросла на 30% до уровня в \$1,49 млрд. Отметим, что львиную долю в прирост выручки принес сегмент детского питания, конкретно в котором рост выручки составил более 65%.

Что касается снижения темпов роста выручки, то мы считаем, что это связано с переориентацией спроса на продукцию компании в молочной продукции от соковой. Из-за этого частично по итогам отчетного периода было зафиксировано снижение показателей валовой рентабельности компании. Компания сильно не потеряла в финансовых результатах исключительно из-за высоких отпускных цен, что компенсировало высокие сырьевые издержки и снижение рентабельности.

Мы считаем, что во многом из-за роста издержек компании не удалось удержать показатели рентабельности на уровне I квартала 2008 года. Обнародование отчетности чуть хуже рыночных прогнозов, по-видимому, окажет небольшое понижающее влияние на котировки акций компании, несмотря на существенную фундаментальную недооценку бумаг рынком.

В среду розничная сеть Магнит обнародовала финансовые показатели по итогам I полугодия 2008 года, которые мы оцениваем очень позитивно. Общая выручка компании по итогам полугодия выросла на 51% в долларовом выражении до уровня в \$2,47 млрд. Столь мощный рост выручки объясняется, прежде всего, достижением высоких показателей динамики продаж как из-за роста общего количества магазинов в сети, так и из-за ощутимого роста показателя сопоставимых продаж (около 30%).

Мы достаточно позитивно оцениваем свежие результаты Магнита также и потому, что компания, помимо постоянного открытия новых магазинов, еще и достаточно эффективно контролирует свою затратную политику и следит за издержками, что сразу же приводит к значительному увеличению рентабельности бизнеса.

Вчера менеджмент компании обнародовал свои планы до конца года, в которые входит:

а) открытие 9 гипермаркетов, что еще больше увеличит темпы роста выручки компании по итогам 2008 года;

б) открытие двух новых логистических центров, что будет способствовать повышению экономии затрат на перевозку товаров и продуктов, а, значит, увеличению показателей рентабельности сети.

Мы считаем, что выбор направления по снижению затрат компании является верным, что должно отразиться на росте котировок компании в ближайшем будущем.

*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.*

*1 сентября 2008 года*