

**МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ**  
**И**  
**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА**  
**(27.10.2008 – 01.11.2008)**

**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. Энергетический сектор.....          | 6 |
| 5. Машиностроительный сектор.....      | 8 |
| 6. Потребительский сектор.....         | 9 |

## 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 01.11.2008</i>                             | 802,39       | 766,92       |
| <i>Закрытие 24.10.2008</i>                             | 549,43       | 513,62       |
| <i>Изменение за неделю, %</i>                          | <b>46,04</b> | <b>49,31</b> |

Чудные дела творятся на фондовых площадках России в последнее время. Кто бы мог подумать, что после столь затяжного снижения, когда большинство участников рынка и думать не смели даже о каком-нибудь отскоке, за несколько минут тенденция на рынке резко изменилась - в частности, индексы и некоторые бумаги подросли на 20-30% при отсутствии коротких позиций по рынку. Что также интересно, так это уже довольно давно наблюдаемое уменьшение количественной пунктовой разницы между индексом ММВБ и РТС. Если раньше расхождение между индексами достигало 22%, то сейчас оно укладывается в 4-5% по причине сильной волатильности курса доллара, поведения конкретных бумаг, представленных в этих индексах по-разному, сокращения доли валютных участников, снижении доли нерезидентов на рынке.

Господам инвесторам хотелось бы пожелать терпения и побольше позитивного настроения, поскольку с каждым новым днем после вынужденных биржевых 'каникул' степень неопределенности хоть и повышается, но, по крайней мере, она дает возможность надеяться на незначительный отскок наверх. Среди многих вариантов дальнейшего развития событий наиболее разумным видится движение индекса РТС к 500 пунктам, после чего, возможно, начало технического отскока. Если прорвем 500 пунктов по РТС, то многое напомнит ситуацию 1998 г., когда индекс снизился в 9,5 раз., а в текущей ситуации подобным видится уровень в 250 пунктов.

Беспрецедентный рост на американском рынке на неделе хоть несколько и успокоил участников рынка, но не стоит впадать в эйфорию, поскольку положение на российском рынке остается достаточно тяжелое: начиная с мая 2008 года российскому рынку ни разу не удалось надолго обходиться без понижательной динамики, поэтому надежды на то, что в этот раз тренд все-таки прорвется, пока остаются беспочвенными. Мы по-прежнему считаем, что наблюдаемое движение вверх несет в себе локально-технический характер и вряд ли продлится долго. Все потому, что никто уже давно не смотрит на фундаментальный анализ, а оценивают любую бумагу с точки зрения ликвидности. Подсластит рынок участие ВЭБа, который уже потратил на покупку ценных бумаг и облигаций около 25 млрд. руб., а должен потратить целых 175 млрд. руб.

Участникам рынка по всему миру стоит потуже затянуть пояса, поскольку даже на среднесрочную перспективу в большинстве прогнозов указывается исключительно негативная картина из-за остроты возникших проблем. Всем уже понятно, что нынешний кризис носит не

циклический, а структурный характер, а решения западных монетарных властей по снижению стоимости денег оказались мало действенными, поскольку основная проблема заключалась в качестве активов и огромном количестве необеспеченных производных инструментов, которые при малейшем кризисе доверия больно ударили по мировой экономике.

Вчера ФРС США приняла достаточно разумное решение об очередном снижении учетной ставки до 1%, которая зафиксировалась на своем самом низком уровне с 2004 года. Свое решение члены комитета прокомментировали возможностью дальнейшего снижения экономики США в рецессию, из-за чего налицо снижение спроса. На валютном рынке доллар впервые за последнюю неделю подешевел относительно других валют, в связи с чем на сырьевых рынках наблюдался незначительный рост: до уровня в \$70 за баррель.

Субботняя сессия на фондовом рынке не сопровождалась большими объемами торгов, поэтому ее не стоит воспринимать всерьез для технического анализа или принятия глобальных торговых решений. Торговали единицы игроков: те, кто еще не начал отдыхать на выходных, и возможно, от них ждали отыгрыша позитивного закрытия американских фондовых площадок и восстановления цен на нефть. Возможно, что и государство в лице ВЭБа также поучаствовало в торгах на фоне фиксации прибыли отечественными игроками в преддверии больших выходных на фоне низкой торговой активности. В ближайшие выходные (во вторник) пройдут выборы президента в США, после которых на рынках может быть все, что угодно.

## 2. Российский рынок: День за днем

Торги **во вторник** проходили на крайне малых оборотах, поскольку неуверенность в действиях многих инвесторов пересилила позитивное состояние рынка. Инвесторы не стали активно покупать дешевые российские бумаги, поскольку решили, что один день - не показатель, и российский рынок просто не может резко рвануть вверх после того, как в США и Европе два дня подряд наблюдалось снижение. В остальном же участники торгов делали выбор в пользу умеренных покупок, а повышенным спросом из-за внутрисуточного роста цен на сырье пользовались бумаги нефтегазовых компаний: Роснефти, Лукойла, Газпрома, Сургутнефтегаза. Рынок рос и на ожиданиях игроков в преддверии заседания ФРС США, итогом которого, по всей видимости, должно стать очередное снижение процентной ставки, и на фоне позитивных торгов в Европе после вышедшей корпоративной информации о покупке компанией Volkswagen концерном Porsche.

Торги **в среду** проходили на незначительных по своим объемам уровнях, но, по крайней мере, в позитивной зоне, что уже не может не радовать. Отечественные инвесторы практически под копирку повторили направление движения американским бирж накануне, и в результате рост индексов перед закрытием составлял практически те же самые 10%, что и за океаном. Правда,

стоит отметить, что кроме параллельного движения единым курсом российский рынок с западными площадками объединяли ожидания снижения ФРС процентных ставок, которые в итоге оправдались (ФРС снизил ставку на 0,5% до уровня в 1%); рост цен на нефть и металлы, и постепенный приток государственных денег на рынок, выражающийся в активных покупках ряда бумаг. По итогам торгов лучше всех себя чувствовали бумаги финансового, топливно-энергетического, а также горнодобывающего секторов.

Торги **в четверг** проходили при достаточно уверенном росте котировок в рамках технического отскока, правда, далеко не факт, что наблюдаемая в последние дни тенденция к росту, является не просто краткосрочной коррекцией, а началом новой волны. Что касается вчерашнего дня, то большие покупки были связаны с новостями из-за океана, где ФРС США снизила до 1% базовую процентную ставку. Также довольно сильный всплеск покупательской активности был зафиксирован на товарных рынках и на биржах в Европе и Азии. Те, кто хотел играть на повышение, стали это делать, причем их даже не пугал и возможный выход неблагоприятной статистики в США, которая в итоге, хоть и показала снижение валового внутреннего продукта, все равно оказалась лучше предположений экспертов.

**В пятницу** события на отечественном фондовом рынке начали развиваться по “накатанному” сценарию, то есть все ожидали и получили утреннюю понижительную коррекцию, ставшую следствием большого минуса по итогам торгов в Азии, отрицательной динамики американских фьючерсов и дешевого топлива. К тому же многие игроки захотели зафиксировать полученную в результате сильного взлета накануне прибыль. В ходе сессии тенденции на рынке изменились, и индексы пошли вверх – этому послужил и рост биржевых показателей на европейских площадках, который основывался на резком подъеме стоимости акций сырьевых компаний, и ощущаемое на российском рынке акций активное присутствие ВЭБа.

**В субботу** торги на российском рынке акций открылись гэпом вверх по причине умеренно благоприятного новостного фона. Торги на были укороченными и завершились в 14:00 мск, а в РТС сессия проходила в обычном режиме. Во второй половине дня по рынку пыталась пройти волна фиксации прибыли в преддверии “длинных” выходных, но объемы торгов остались низкими, что сохранило растущую динамику. Поддержка российскому рынку была оказана со стороны вновь окрепшей нефти.

### 3. Нефтяной рынок: День за днем

**Во вторник** наблюдался рост цен на фоне позитивных торгов на азиатских и европейский площадках. Участники рынка стали активно приобретать бумаги и контракты по крайне низкой цене, в свете того, что вскоре можно опоздать после принятия ОПЕК решения о дальнейшем сокращении квоты суточной добычи. В пятницу картель принял решение сократить добычу нефти

на 1,5 млн. баррелей в сутки, но это решение не совпало с ожиданиями участников рынка и не привело к росту нефтяных фьючерсов. Руководство ОПЕК не растерялось и заявило, что готово пойти на дальнейшее сокращение квоты в случае, если ситуация на рынке не улучшится. Пока активность торгов тормозит ожидание недельных данных о запасах сырой нефти и нефтепродуктов в США, которые будут опубликованы сегодня.

**В среду** сырье росло в стоимости в преддверии принятия важных экономических решений и выхода важной макроэкономической статистики: решения по процентной ставке ФРС и сегодняшних данных о ВВП США. Основное внимание участников рынка вчера, конечно, было приковано к Федеральной резервной системе США, поскольку инвесторы ожидали снижения учетной ставки сразу на один процентный пункт. Теперь после снижения ставки подобное действие стало сигналом к принятию решений по корректировке своих процентных ставок ведущими европейскими центральными банками. Цена барреля Brent вчера пыталась преодолеть уровень в \$70, правда, безуспешно, но сами попытки после столь существенного снижения говорят о частичном возврате покупателей на этот рынок.

**В четверг** фьючерсы реагировали на позитивные новости из США и Китая, где накануне были приняты важнейшие экономические решения, которые должны способствовать восстановлению стабильности. Вчера, например, свою годовую кредитную ставку также уменьшил Китай на 0,27% до уровня в 6,66%. Дополнительной причиной роста цен на нефть стал курс доллара, терявший свои позиции на международном рынке Forex.

**В пятницу** причиной внезапного взлета котировок стало закрытие коротких позиций в день истечения ноябрьских контрактов по бензину и котельному топливу. Внезапный рост на рынке нефти был связан с повысившейся активностью спекулянтов на рынке бензина и котельного топлива - в последний день перед истечением ноябрьских контрактов игроки в спешном порядке закрывали короткие позиции. Игроки, которые на прошлой неделе открыли короткие позиции в надежде на дальнейшее падение цен, были вынуждены вновь покупать проданное количество фьючерсов, поскольку в противном случае они должны были бы исполнить условия контракта и поставить товар.

#### 4. Энергетический сектор

В понедельник генеральный директор генерирующей компании ОГК-2 обратился в Федеральную службу по тарифам России с предложением об учете в тарифах Троицкой ГРЭС (которая аккумулирует около четверти всей установленной мощности ОГК-2) на будущий год рост цен на уголь на 20-25%, на соответствие производства экологическим требованиям. Если в текущем году регулятор заложил в тариф рост цен на уголь на 2%, то в реальности цена угля для данной ГРЭС выросла на 15%, а в будущем году цена тарифа вырастет еще на 20% при росте его

"угольной" составляющей на 10-12%. Получается, что за период 2008-2009 гг. разрыв между реальной ценой топлива и угольной составляющей тарифа только увеличится, а с учетом того, что стоимость угля составляет 3/4 себестоимости электростанции, такие затраты сильно отражаются на финансовых результатах компании.

Помимо тарифного вопроса компанией было предложено изменить обязательную инвестиционную программу и приостановить инвестиционный проект на Ставропольской ГРЭС, поскольку, по расчетам менеджмента, новые энергоблоки на Ставропольской ГРЭС сейчас не требуются. Компания уже направила соответствующие запросы в ФСТ и ФСК.

Мы считаем, что предложение компании в части изменения тарифа для Троицкой ГРЭС является разумным, поэтому, скорее всего, рост цен на уголь будет отражен в тарифе электростанции, но в то же время, он будет иметь ограниченное влияние на финансовые показатели компании из-за растущей доли либерализации рынка электроэнергии в будущем году.

Что касается инициатив компании относительно изменений в обязательной инвестиционной программе, то вряд ли ФСТ примет подобные меры, так как принятие единожды даст возможность другим энергокомпаниям менять свою инвестпрограмму, что в данной ситуации просто недопустимо. Государство через заявления чиновников уже неоднократно указывало на тот факт, что пересмотр обязательных инвестиционных программ в ближайшее время не планируется.

В четверг руководство ФСК ЕЭС провело информационную конференцию, на которой был сделан ряд важных заявлений относительно планов компании и перспектив ее развития.

Отметим следующие из них:

а) по заверениям руководства компании, она не будет испытывать проблем с ликвидностью до 2010 года по причине избыточной ликвидности. Это связано с тем, что компания получила значительные средства в ходе продажи активов РАО ЕЭС в период ликвидации холдинга. Компания должна погасить в будущем году долг в размере \$1 млрд., тогда как сейчас чистый долг составляет \$640 млн.

б) по инвестиционной составляющей развития компании в связи с кризисом никаких существенных изменений не ожидается. Единственное, что будет сделано, это корректировка сроков реализации проектов. Число проектов уменьшаться не будет, поскольку сейчас компания активно привлекает заемные средства для реализации утвержденных проектов.

в) компания планирует получить разрешение направлять временно свободные средства в ценные бумаги для повышения ликвидности облигаций инфраструктурных электроэнергетических компаний. Средства для подобного инвестирования компания предлагает брать из Пенсионного фонда РФ.

Мы считаем, что подобные намерения и планы говорят о ФСК, как об устойчивой компании, которую кризис не слишком задел, но в свете отсутствия должной аргументации по ряду заявлений часть новостей не сильно повлияет на котировки акций компании.

В четверг ОГК-1 объявил о том, что в течение ноября ожидает решения правительства о выкупе инвестиционной дополнительной эмиссии генерирующей компании крупными банками с государственным участием. Министерство энергетики вчера поддержало предложение ОГК-1. Величина дополнительной эмиссии примерно соответствует стоимости проекта компании в Уренгое (проект состоит в запуске 450 МВт мощностей на Уренгойской ГРЭС за 22 млрд. руб.).

Напомним, что несколько месяцев назад ОГК-1 зарегистрировала дополнительный выпуск 22,5 млрд. акций, который действует до февраля будущего года. От дополнительной эмиссии компания планировала привлечь около 50 млрд. руб. Сейчас же в условиях отсутствия средств от продажи дополнительных акций, компания намерена и в дальнейшем финансировать свою инвестиционную программу: в марте будущего года ОГК-1 намерена ввести 330 МВт новой мощности на Каширской ГРЭС.

Если правительство примет решение о выкупе дополнительной эмиссии ОГК-1, то здесь важен вопрос, по какой цене будет размещаться выпуск. Если это будет цена, по которой изначально планировалось проводить эмиссию (2,6 руб. за акцию), то тогда крупные госбанки получат около 16% уставного капитала компании по цене, значительно превышающей текущую оценку рынком цену 1 кВт установленной мощности теплогенерирующих мощностей на российском рынке.

Если же выпуск пройдет по номинальной стоимости бумаги (0.57478 руб. за 1 акцию), тогда госбанки будут аккумулировать около  $\frac{3}{4}$  УК компании и согласно законодательству, просто будут обязаны его выставить оферту миноритариям. Что касается цены бумаг ОГК-1, то вчера на ММВБ 1 акция стоила 0,177 руб., что существенно ниже цены вероятной оферты.

Если же выпуск пройдет по цене около 1,2 руб., то госбанки не будут выставлять обязательную оферту, но тогда цена будет явно занижена по сравнению с той, которую намеревался заплатить покупатель при предыдущей эмиссии.

##### 5. Машиностроительный сектор

В понедельник пресс-служба Группы ГАЗ обнародовала информацию об остановке конвейера по производству коммерческих автомобилей моделей "Газель", "Соболь", и "Валдай" как минимум на одну неделю с 28 октября по причине скопления двухмесячных запасов готовой продукции на складах компании. Теперь решения о возобновлении запуска конвейера будут приниматься каждую неделю в зависимости от загруженности складов завода. Большинство персонала компании отправлены в отпуск с сохранением  $\frac{2}{3}$  заработной платы.

Мы считаем, что остановка конвейера по производству коммерческих автомобилей очень негативно отразится на финансовых результатах компании, поскольку сегмент производства коммерческих автомобилей является основным для компании. На легкие и средние коммерческие автомобили приходится около 45-50% консолидированной выручки всей группы.

Понятно, что компания руководствовалась в своем решении массовым снижением спроса на продукцию, что уже частично учтено в текущих рыночных котировках акций компании. С другой стороны, сам факт ограниченной доступности программ по кредитованию и снижение платёжеспособного спроса на коммерческие автомобили наиболее дешёвого сегмента позволяет надеяться на то, что последний начнёт восстанавливаться быстрее, чем на дорогие модели.

В среду Федеральная антимонопольная служба одобрила ходатайство АвтоВАЗа о приобретении 100% акций ИжАвто у основного акционера - Группы СОК, которому принадлежит 98% акций. Что касается цены сделки, то она пока остается тайной.

Напомним, что в 2007 году ИжАвто произвело около 80 тыс. автомобилей, тогда как мощности компании позволяют смело произвести от 300 до 350 тысяч автомобилей в год. Естественно, столь сильная недозагрузка мощностей связана с массовым снижением спроса на автомобильном рынке из-за ухудшения условий кредитования. Учитывая снижение спроса на автомобили, АвтоВАЗ продолжит иметь большое количество неиспользуемых мощностей, что, конечно, будет негативно отражаться как на эффективности, так и на финансовых показателях компании. Возможно, что компании придется периодически останавливать конвейер в целях снижения объёма накопившихся запасов готовой продукции.

Также можно сделать вывод о том, что у компании возникли проблемы с финансированием своей деятельности, поскольку недавно она обратилась к государству с просьбой предоставить долговое финансирование в объёме около \$1 млрд. (26 млрд. рублей). Сейчас покупка Ижавто по ранее утверждённой цене еще сильнее 'ударит' по финансовому положению компании, поскольку за последние несколько месяцев рыночная стоимость Ижавто снизилась в несколько раз, и АВТОВАЗ мог сэкономить на покупке.

#### 6. Потребительский сектор

В понедельник розничная сеть Магнит обнародовала финансовую отчетность компании по итогам 9 месяцев 2008 года, которая оказалась несколько выше ожиданий по рынку. Выручка компании выросла почти на 51% в долларовом выражении благодаря сохранению высоких темпов открытий торговых точек (только 208 за 9 месяцев 2008 года) и высоким показателям динамики сопоставимых продаж на уровне почти 30% в долларовом выражении.

Мы считаем, что отчётность компании за 9 месяцев 2008 года можно считать успешной, поскольку из нее видно, что Магнит увеличивает рентабельность, прежде всего, за счёт оптимизации складских расходов и сокращения затрат на персонал и логистику. Не стоит забывать и о том, что благоприятному финансовому положению компании (несмотря на специфику отрасли) способствуют низкие показатели текущего соотношения долговой нагрузки (Чистый долг к EBITDA у компании находится на уровне 1,1) вместе с инициативой Правительства РФ о поддержке компаний розничной торговли путём выделения дополнительного финансирования. ВТБ уже открыл Магниту кредитную линию на сумму около 2,5 млрд. рублей, что только увеличит оборотный капитал компании. Компания поставила себе цель увеличения рентабельности по EBITDA до конца года до уровня в 7%, а капитальных затрат до 2009 года до уровня в \$660 млн. Это согласуется с планами открытия новых магазинов: в следующем году планируется открытие 400 магазинов а формате "у дома" и 50 в формате гипермаркета.

*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.*

**5 ноября 2008 года**