

**МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ**  
**И**  
**МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЪЮНКТУРА**  
**(30.08.2010 – 03.09.2010)**

**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.....	5
3. Нефтяной рынок: День за днем.....	6
4. Нефтегазовый сектор.....	8
5. Metallургический сектор.....	10
6. Банковский сектор.....	11
7. Потребительский сектор.....	12
8. Машиностроительный сектор.....	14
9. Телекоммуникационный сектор.....	14

### 1. ОБЩИЙ ВЗГЛЯД НА РЫНОК.

<i>Динамика российских фондовых индексов за неделю</i>		
<i>Индекс</i>	<b>РТС</b>	<b>ММВБ</b>
<i>Закрытие 03.09.2010</i>	1 467,62	1 410,16
<i>Закрытие 27.08.2010</i>	1 421,47	1 366,50
<i>Изменение за неделю, %</i>	<b>3,25</b>	<b>3,19</b>

Неделя показала, что в принципе участники рынка готовы покупать по мере своего возвращения на рынки, тем более, что и экономическая статистика в США и Европе позволяет это делать. Проблемные страны Еврозоны, имевшие весной большие бюджетные дефициты, худо-бедно рассчитываются с долгами, данные с рынка труда хоть и уступают докризисным, но, по крайней мере, не выходят хуже ожиданий. Да и по большому счету, некоторые данные уже не представляют особого интереса для рынка, поскольку катализатор покупок в лице заверений регуляторов в том, что рынок будет не брошен, был получен. В пятницу был спокойный день до выхода данных по безработице, после чего даже относительно хорошие данные не помогли. Фиксации после роста в четверг были очень возможны, но уровень в 1400 пунктов по ММВБ стал последним оплотом. Следующая неделя начнется выходным в США и будет не очень богата на макроэкономическую статистику в США, поэтому движение рынка будет в боковом диапазоне.

В прошедшем и так долго ожидавшемся выступлении председателя ФРС снова не прозвучало ничего нового. Правда, стоит заметить, что каких-то новаций особенно никто и не ждал, поскольку и так всем было ясно уже давно, что замедление темпов восстановления экономики налицо, проблемы на рынке жилья также налицо, так что от регулятора требовалось не просто подтверждение всем известных фактов, но хотя бы какие-то предложения по их устранению и преодолению. Снова ничего конкретного рынок не услышал. Да, были высказаны весьма позитивные ожидания от 2011-го года, да, снова говорилось о том, что 'мы сделаем все от нас зависящее' для поддержания роста экономики. Вообще, то, что ждали, то и получили. Спекулянтам только это и нужно - в результате индекс Dow Jones вообще закрылся выше уровня в 10 000 пунктов. У ФРС перерыв до третьей декады сентября, когда официальное заседание комитета как-то подтвердит или опровергнет заявления своего председателя.

Ожидается и важная статистика на текущей неделе - месячные данные по рынку труда и количество незавершенных сделок по продаже домов в июле. Некая перепроданность по ряду секторов, сформировавшаяся в последние недели, может несколько 'тормознуть' рынок на пути вверх, но вероятен и вариант 'от противного' если в

сентябре ФРС опять пойдет на стимулирование, а рынок труда продолжит стагнировать, то для многих участников рынка это шанс поспекулировать на вновь прибывших суммах.

Лето заканчивается неопределенностью и ожиданием довольно туманной в отношении перспектив рынка осени. Примерно так можно охарактеризовать общее состояние участников рынка на текущий момент. Никакого прояснения ситуации с рынком труда в США пока нет, риторика ЕЦБ по сворачиванию мер поддержки экономики ведется в подобном ключе уже давно, поскольку европейский регулятор довольно безапелляционно и ясно дал понять, что на первом месте стоит решение проблемы сокращения госдолга и госрасходов, а только потом будет решаться задача по стимулированию экономического роста. Очередные данные по рынку труда и количеству незавершенных сделок по продаже домов в июле, по всей видимости, подтвердят туманность перспектив рынка осенью. Конечно, можно долго говорить и о перепроданности рынка, и о росте ликвидности ближе ко второй декаде сентября, но одновременно с этим не стоит забывать и о большом количестве негативных новостей, что может вылиться в игнорирование многих привлекательных бумаг. На фоне ожиданий заседания ФРС 21 сентября и возможного продолжения стимулирования экономики рынок может оказаться подверженным эффекту ожидания именно плохих данных, поскольку они станут катализатором очередного вливания денежных средств и притока ликвидности.

Участники рынка встречают осень примерно с такими же настроениями, с какими встречали лето. Если в течение летнего периода можно было сослаться на отсутствие необходимого количества участников рынка и общей вялости вкупе с отсутствием ликвидности, то уже через несколько недель все вернутся окончательно из летних отпусков и начнут совершать с новыми силами активные операции на рынке. Возможно, их решимость к покупкам несколько предотвратит продолжение общего состояния боковика, в котором рынок пребывал все лето. Ощущение некой перепроданности сохраняется, но из-за очень слабого информационного и корпоративного фона долгосрочных стратегических покупок пока не видно. Помочь вновь прибывшим из отпуска должны позитивные данные из Китая и Австралии (где ВВП подрос на 1,2%), но в первую очередь, конечно, все будут смотреть на статистику из США, где выходят данные по числу рабочих мест в частном секторе в августе. Особенно интересно посмотреть на эти данные на фоне очередных заявлений ФРС о продолжении стимулирования экономики. Ожидается, что число рабочих мест вырастет на 15000, что конечно, несравнимо с июльскими 42000, но сам рост уже будет неплох.

По-прежнему сильных катализаторов роста на отечественном рынке не наблюдается, в отличие от западных рынков, где, наоборот, корпоративный фон

существенно богаче в своем многообразии событий. Ни технический анализ, ни какие-либо фундаментальные факторы сейчас не способны изменить положение дел и вывести рынок в какой-то определенный тренд. Даже попытки спекулянтов откупить и выдавить индекс за пределы уровня в 1400 пунктов закончились неудачей - слишком силен пока фактор шлейфа негативных статистических данных из США и опасения относительно дальнейших перспектив экономики. Осень должна внести некую ясность в рынок, но разнонаправленная риторика американских и европейских монетарных властей пока не дают возможности сделать это. Многие участники рынка просто предпочитают не замечать негативные данные, что является, на наш взгляд, предостережением для инвесторов - не стоит открывать большие позиции, поскольку все признаки указывают на спекулятивную составляющую. Посмотрим на пятничные данные по количеству нанятых людей за последний месяц, исключая промышленность сельского хозяйства, поскольку любые данные с рынка труда сейчас воспринимаются в первую очередь.

## 2. РОССИЙСКИЙ РЫНОК: ДЕНЬ ЗА ДНЕМ

**Торги в понедельник** проходили на небольших объемах сделок в связи с банковскими каникулами в Англии и низкой активностью зарубежных инвесторов. Конечно, это послужило причиной достаточно вялого течения торгов на российских площадках, но, торги прошли более менее позитивно. Хорошее настроение рынку придали оптимистичные заявления главы ФРС США о поддержке национальной экономики и относительно благоприятной обстановки на западных и азиатских торговых площадках.

**Торги во вторник** проходили на росте объемов торгов на российских площадках, но объемы эти были все больше на продажу, что привело к снижению капитализации российского рынка акций. Все началось с самого открытия, когда общий информационный фон носил достаточно негативный характер. Во многом негатив был связан со снижением цен на топливо и снижением фьючерсов на американские и европейские биржевые индикаторы. Это и послужило причиной медленной, но верной продажи отечественными инвесторами многих активов. Ближе к закрытию рынок несколько подрос на отскоке европейских площадок и неплохой статистике из США.

**Торги в среду** на российском рынке проходили при незначительном росте активности участников рынка, что дало возможность индексам существенно подрасти по результатам дня. Рост стал возможен благодаря улучшению рыночной конъюнктуры на внешних торговых площадках и достаточно оптимистичным макроэкономическим данным

по США, которые были поддержаны позитивной статистикой по деловой активности в Китае и по ВВП Австралии.

**Торги в четверг** проходили на объемах, сопоставимых со средой, хотя сами котировки преимущественно прибавляли в основном, за счет внешних факторов. В первую очередь, к таким стоит отнести позитивные данные по числу заявок на пособие по безработице в США, число которых оказалось меньше, чем ожидал рынок. В качестве негативного фактора стоит указать снижение цен на нефть, которое не позволило российским бумагам существенно отрасти.

**Торги в пятницу** знаменовались колебания без определенной тенденции в пределах 0,5% около уровней предыдущего закрытия в начале торгового дня. Ожидание публикации важной макроэкономической статистики (по рынку труда США за август) и близость психологически значимого уровня в 1400 пунктов по индексу ММВБ сдерживали игроков от активных действий.

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

**В понедельник** котировки фьючерсов несколько снизились по итогам торгов после трех дней роста из-за ожиданий того, что выходящие на этой неделе данные укажут на сохранение трудностей в экономике. Цена на нефть снизились после того, как торги в пятницу завершились выше уровня в \$75 за баррель впервые с середины августа вслед за тем, как председатель Федеральной резервной системы США Бен Бернанке заявил о наличии у центрального банка инструментария для поддержки слабеющей экономики. Цены выросли почти со своих двухмесячных минимумов около \$70 за баррель, достигнутых ранее на прошлой неделе. Котировки продолжали расти, оставаясь в узком торговом диапазоне, который ограничивал цены в течение нескольких месяцев.

Цены на нефть продолжали идти за экономическими данными и другими индикаторами будущего спроса, в том числе котировками на фондовых рынках на фоне сохраняющихся опасений по поводу возможности американской и мировой экономик, которые сейчас находятся не в лучшем состоянии, использовать рекордно высокие запасы нефти. Как сообщило Министерство торговли США, потребительские расходы в стране в июле выросли на 0,4%, что примерно совпало с прогнозами по рынку. Снижение числа новых заявок на пособие по безработице показало некоторое улучшение по сравнению с ранее выходившими данными. Тем не менее, уровень безработицы остается довольно высоким, а слабый спрос на нефтепродукты во время сезона активных автомобильных поездок позволяет предположить, что потребители по-прежнему осторожны в тратах.

**Во вторник** котировки фьючерсов снижались и закрылись ниже \$72 за баррель, поскольку участники рынка в первую очередь обращали свое внимание на увеличение запасов нефти в США и замедлении экономики. В последнее время участники рынка все больше начинают сомневаться в том, что спрос на нефть покажет устойчивое восстановление до конца года после того, как в I полугодии объемы потребления нефти оказались гораздо более низкими, чем ожидалось. Стоимость нефти, которую предстоит поставить в течение оставшейся части года, начинает снижаться быстрее, чем стоимость нефти, которая будет доступна в будущем. Это говорит о том, что краткосрочный спрос на сырье будет оставаться слабым. Ноябрьские фьючерсы на сырую нефть сейчас на \$1,56 за баррель больше, чем октябрьский контракт, тогда как в середине августа разница между этими двумя контрактами составила \$0,36.

Участники рынка ожидали, что отчет Управления энергетической информации США будет свидетельствовать о новом пополнении запасов нефти и топлива, которые в совокупности находятся на своем самом высоком уровне за 30 лет. Эти данные должны указать на рост запасов нефти на прошлой неделе на 800 000 баррелей. Запасы бензина сократились на скромные 200 000 баррелей, а запасы дистиллятов, включающих дизельное топливо и топочный мазут должны увеличиться на 1,1 млн. баррелей. Так и произошло. После закрытия торгов Американский институт нефти сообщил об увеличении запасов нефти в США на 4,8 млн. баррелей, о снижении запасов бензина на 600 000 баррелей и сокращении запасов дистиллятов на 1,9 млн. баррелей. Коэффициент загруженности нефтеперерабатывающих мощностей составил 84,8%.

**В среду** цены после вторичного снижения почти на 4%, когда они реагировали на то состояние, которое сейчас существует на рынке в виде макроэкономической статистики, что в последнее время упорно указывает на замедление восстановления экономики. Дополнительной причиной, сдерживающей рост фьючерсов, остается беспокойство многих участников рынка по поводу дальнейших перспектив экономики. Вышедший от ФРБ Чикаго индекс деловой активности, который упал в августе до 56,7 пункта против 62,3 пункта месяцем ранее, способствовал снижению, поскольку глобально стал еще одним свидетельством замедления роста американской экономики, который указал на предстоящее сокращение спроса на нефть в США, которая является ее крупнейшим потребителем. Вкупе с завершением летнего автомобильного сезона и как никогда высокими запасами это не предвещает активный рост для рынка сырья. Мы ожидаем роста запасов нефти в США и в дальнейшем, поскольку ее количество в хранилищах страны на прошлой неделе выросло еще на 1,2 млн. Данные Американского института нефти продемонстрировали, что за прошлую неделю запасы нефти выросли на 4,77 млн. баррелей

до уровня в 361,5 млн. баррелей. В результате котировки сырья устремились вниз, снизившись до уровня в \$71,64 за баррель.

**В четверг** котировки существенно превысили уровень в \$75 за баррель, вернув таким образом все утраченные в ходе торгов среды позиции на фоне данных об американской экономике, которые снова указали на то, что она продолжает восстанавливаться, просто очень медленными темпами. В результате этого роста цены вернулась в середину своего 'любимого' торгового диапазона \$70-80 за баррель, который ограничивает колебания на протяжении довольно продолжительного времени. Сейчас направление нефтяных фьючерсов продолжает диктоваться экономическими данными. Участники рынка пытаются спрогнозировать спрос на нефть, исходя из состояния экономики. Сейчас в Атлантике наступает сезон штормов, поэтому инвесторы следят за растущим уровнем активности ураганов, которые могут повлиять на нефтедобычу. Вышедший в среду отчет Института управления поставками по активности в производственной сфере США в четверг дополнили правительственные данные. Министерства труда США о том, что число первичных заявок на пособие по безработице на последней неделе немного уменьшилось - на 6000 до 472 000, а индекс подписанных договоров о продаже жилья в июле превзошел ожидания и вырос на 5,2% после снижения на протяжении двух месяцев подряд.

**В пятницу** нефтяные фьючерсы Light Sweet и Brent торговались в отрицательной зоне. Нефть на биржах дешедела, после того как предыдущие два дня подряд цены на нефть росли. Отрицательная динамика в ценах по сделкам была вызвана фиксацией прибыли, образовавшейся за два предыдущих дня и техническими продажами нефтяных фьючерсов. Цена нефти WTI за среду и четверг повысилась на 4,1%, а цена нефти Brent выросла на 3,1%, что обеспечило хорошую премию для спекулятивных продаж в пятницу. Дешевевший доллар сильной поддержки нефтяному рынку не оказал, поскольку участники рынка ожидали свежей макроэкономической статистики из США, где были опубликованы данные по безработице за август.

#### **4. НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР**

В понедельник довольно неожиданно стало известно, что руководство ЛУКОЙЛа так и не приняло окончательного решения о выкупе у бумаг ConocoPhillips 11,6%-го пакета акций российской компании. Президент компании Вагит Алекперов заявил о том, что лично сам считает покупку акций у американской компании нецелесообразной, поскольку ЛУКОЙЛ не имеет никаких далеко идущих планов по преобразованию в



частную компанию, так как руководство компании хочет сохранить компанию исключительно в публичном статусе. Алекперов считает, что пакет акций должен быть куплен мелкими акционерами, что увеличит free float компании. Тем не менее, пока совет директоров компании не принял никакого окончательного решения по вопросу выкупа акций. Окончательное решение по данному вопросу будет принято на следующем заседании совета директоров, который пройдет 26 сентября.

Мы считаем, что если ConocoPhillips будет продавать акции ЛУКОЙЛа на рынке, то согласно действующему законодательству, компания сможет реализовывать не более 0,6% в месяц, чтобы сильно не занизить цену бумаг и ADR компании, но даже при соблюдении норм продаж на рынке может сформироваться ощутимый переизбыток акций ЛУКОЙЛа. Если же ЛУКОЙЛ не будет осуществлять привлечение заемных средств в размере \$5 млрд., то рейтинговые агентства не будут понижать его кредитные рейтинги, угроза чему реально существует после последних заявлений от S&P.

Во вторник ЛУКОЙЛ обнародовал результаты финансовой деятельности за II квартал и за I полугодие 2010-го года, согласно которым в отчетном периоде выручка компании увеличилась на 8,2% до уровня в \$23,9 млрд. Показатель EBITDA снизился на 0,7% до уровня в \$3,7 млрд., тогда как чистая прибыль осталась на уровне \$2 млрд. Напомним, что в I полугодии 2010-го года капитальные затраты ЛУКОЙЛа по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выросли всего на 4% до уровня в \$3,12 млрд., а размер чистого долга с начала года снизился почти с \$9 млрд. до \$5,86 млрд.

Мы считаем, что даже с учетом снижения рентабельности по EBITDA, представленные результаты можно считать относительно позитивными, поскольку по сравнению со своими основными конкурентами, ЛУКОЙЛ не имеет экспортных льгот для нефти со всех своих месторождений (вопрос о предоставлении льгот по экспорту нефти с шельфа Каспийских месторождений пока решается), поэтому уровень чистой прибыли сильно не изменился в лучшую сторону. После того, как будет принято решение по установлению режима льготного налогообложения экспорта нефти с месторождений Каспийского шельфа, ситуация с прибылью ЛУКОЙЛа должна существенно улучшиться.

В четверг Газпром отчитался по итогам I квартала 2010-го года по МСФО; согласно отчетности суммарная выручка в отчетном периоде выросла на 14,3% до 957 млрд. руб., что предполагает 30%-й рост в долларовом выражении до уровня в \$32 млрд. Если структурировать показатель выручки, то выручка от продаж газа выросла на 23% до \$24 млрд. Размер EBITDA вырос на 37% и составил 407 млрд. руб., что в принципе, и ожидалось рынком. Чистая прибыль подросла на 21% и достигла уровня в 336,85 млрд. руб. (\$11,3 млрд.), что оказалось существенно выше прогнозов по рынку.

Отметим, что рост прибыли стал возможен благодаря аномально холодному началу года, когда существенно вырос объем реализации газа по сравнению с I кварталом 2009-го года (+20%) до 162,2 млрд. куб. м., среди которого сильно вырос объем реализации газа в европейские страны (почти на 40%). Что касается объемов реализации газа на внутренний рынок, то он также увеличился, но не столь значительно - всего на 10% и составил чуть более 100 млрд. куб. м. Мы хотим отметить, что показатели объема реализованного газа показали существенный из так называемого 'эффекта низкой базы', поскольку в аналогичном периоде прошлого года объемы экспорта в Европу были в разы ниже из-за длительных перебоев в поставках по причине конфликта с украинской стороной.

Мы считаем результаты позитивными, даже с учетом того, что средняя цена реализации газа в Европу была снижена Газпромом осенью 2009-го года почти на 30% до \$287 за 1 тыс. куб. м, поскольку существенно вырос денежный поток компании по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, и, соответственно, снизился размер чистого долга (на 30% до 980 млрд. руб.).

## 5. МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

В четверг руководство Полиметалла сообщило о запуске опционной программы для своих сотрудников, согласно которой компания предложит своему штату собственные акции по цене 1 руб. за акцию, но общее количество этих акций будет ограничено количеством в 30 млн. штук. Более подробно Полиметалл сообщит объем этой программы в сентябре 2013-го года, когда завершится опционная программа и будет подсчитана средневзвешенная цена акций за период с 11 марта по 11 сентября 2013-го года. Если эта цена превысит уровня в \$16,74, то компания будет размещать акции среди сотрудников акции по определенной формуле. Ожидается, что список участников будет состоять примерно из 70 человек (включая сотрудников как головного офиса, так и производственных предприятий) и будет утвержден советом директоров (вместе с распределением Премияльного Фонда по участникам) до конца 2010-го года.

На данный момент Полиметалл имеет на своем балансе около 9,5 млн. акций, которые были получены в ходе дополнительной эмиссии в начале года. Если цена акций компании превысит 580 руб. за акцию, что предполагает рост на 45% к закрытию четверга, между сотрудниками будет распределено около 4,9 млн. бумаг, поэтому с рынка Полиметалл скупать бумаги не будет. Другое дело, что компании нужно будет отразить на балансе разницу между 1 руб. и фактической ценой размещения акций между

сотрудниками, которая будет отрицательной, поэтому в любом случае придется фиксировать убыток по этой операции.

Мы считаем, что данная новость является нейтральной для бумаг Полиметалла, поскольку с одной стороны компания следует курсом по привлечению, мотивации, вознаграждения и удержания ключевых сотрудников компании и приведению в соответствие их интересов с интересами акционеров, но с другой стороны завершение опционной программы состоится только в 2013-м году, что является сильно долгосрочной перспективой для рыночных цен бумаг компании.

## **6. БАНКОВСКИЙ СЕКТОР**

В среду ВТБ обнародовал отчетность по итогам II квартала 2010-го года, из которой стало ясно, что коррекция российского рынка в отчетный период не обошла финансовые результаты банка стороной, что отразилось в доходности операций с финансовыми инструментами. В целом же, по итогам I полугодия 2010-го года чистые доходы по операциям с финансовыми инструментами составили 2,8 млрд. рублей по сравнению с убытком в размере 14,5 млрд. рублей за аналогичный период 2009 года.

Общий размер корпоративного кредитного портфеля с начала 2010-го года вырос на 13% и составил 2,37 трлн. рублей, а общий объем розничного кредитного портфеля вырос на 2% и составил 441,9 млрд. рублей. Рост этих показателей мы связываем с медленным и постепенным восстановлением предприятий-заемщиков в отчетном периоде в реальном секторе экономики по причине восстановления спроса на их продукцию, а значит и на заемные ресурсы. Объем корпоративных и розничных кредитов ВТБ за период вырос на 12% и 5% соответственно, но до темпов роста докризисного периода еще далеко, поскольку конкуренция за наиболее качественных и платежеспособных заемщиков среди банков продолжает расти.

Расходы на персонал и административные расходы составили почти 44 млрд. рублей в I полугодии 2010 года по сравнению с 35,7 млрд. рублей за аналогичный период прошлого года по причине увеличения масштабов бизнеса ВТБ в течение года. Если же сравнивать объем расходов на персонал и административных расходов квартал к кварталу, то они, наоборот, снижаются второй квартал подряд. По итогам II квартала 2010 года они составили 21,7 млрд. рублей по сравнению с 22,2 млрд. рублей в I квартале 2010 года и 23,9 млрд. рублей в IV квартале 2009 года.

Отдельно стоит выделить получение убытка ВТБ по операциям с ценными бумагами - если в I квартале прибыль по этим операциям составляла 8,4 млрд. рублей, то

по итогам всего полугодия она составила 2,8 млрд. рублей. Приятным фактором стал рост чистой процентной маржи (с 4,9% в I полугодии 2009-го года до 5,3%) благодаря снижению стоимости фондирования, привлекаемого в виде срочных вкладов.

Мы рекомендуем воздержаться от сильных покупок, особенно в свете телефонной конференции для инвесторов, от которой рынок ждал уточняющих моментов по различным корпоративным событиям и прогнозов руководства по чистой прибыли и чистой процентной марже, по которым можно будет делать дальнейшие выводы.

## 7. ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

В понедельник Верофарм отчитался по итогам II квартала и довольно существенно нарастил объем продаж. Согласно данным отчетности, выручка компании за этот период составила 1,7 млрд. руб., что почти в два раза превышает объем продаж в I квартале этого года и на 25% выше аналогичного результата за II квартал 2009-го года. Во многом рост выручки был связан с расширением ареала продаж и с учетом отложенных продаж с I квартала, поскольку в связи с введением новых правил по регистрации цен на жизненно важные и необходимые лекарственные средства все аптечные сети были вынуждены снизить объем закупок в I квартале текущего года.

Что касается выручки компании за все I полугодие, то она составила 2,67 млрд. руб., что почти на 15% превышает данный показатель за аналогичный период прошлого года. Скорее всего, что во II полугодии продажи будут расти более высокими темпами, и достигнут уровня в 5 млрд. руб.

Мы считаем, что до выхода финансовой отчетности Верофарма за I полугодие, которая должна быть относительно позитивной с учетом низкой базы прошлого года, говорить о привлекательности бумаг и об их покупке пока преждевременно. Бумаги компании продолжают торговаться с довольно сильным дисконтом по сравнению и с отечественными и с иностранными аналогами, несмотря на высокий уровень рентабельности.

В среду Фармстандарт опубликовал операционные данные за II полугодие, согласно которым суммарная выручка компании за этот период оставила 11.5 млрд. руб., что на 15% выше уровня аналогичного периода 2009 года.

В принципе, отчетность доказала тенденцию, проявившуюся еще в отчетности за аналогичный период по РСБУ, а именно: переориентацию продаж на рентабельный рецептурный сегмент препаратов, доля которых достигла около 20% в выручке Фармстандарта и которые являются более рентабельными.

Отдельно стоит отметить рост объема реализации продуктов третьих сторон, которые обеспечили более трети суммарного торгового оборота, что связано со снижением доли продаж собственной продукции примерно на 6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Отметим и рост операционных расходов в абсолютном выражении на 319.7 млн. рублей, или на 25.3% с 1,264.3 млн.рублей в I полугодии 2009г. до 1,584 млн. рублей в I полугодии 2010-го г. В относительном отношении к продажам этот показатель вырос и составил по итогам отчетного периода 13.7% по сравнению с 12.6% по итогам 6 месяцев 2009-го года.

Мы склонны видеть причину роста данного показателя, в большей степени, в усилении маркетинговой активности, в частности расходов на рекламу и увеличение штата персонала, занятого в продвижении, а также плановой индексацией оплаты труда административного персонала.

Также у компании выросли коммерческие расходы (на 23,9%) в сравнении с показателем аналогичного периода 2009 год, что мы связываем с проводившейся политикой сдерживания расходов в условиях нестабильности конъюнктуры рынка и общего снижения спроса на безрецептурные препараты.

Мы считаем, что результаты отчетности стоит признать нейтральными, поскольку с одной стороны, переориентация на выпуск и сбыт более рентабельных препаратов (что и обеспечило рост суммарной выручки) является позитивным моментом для котировок, но тревожным фактором для Фармстандарта является постоянное снижение прибыли от продаж собственной продукции в пользу реализации сторонней продукции, что является следствием коренного изменения структуры себестоимости, а именно: увеличения затрат на рекламу, расширения штата персонала и индексации заработной платы, повышения расходов на сырье и материалов для собственного производства.

Во вторник розничная сеть бытовой техники и электроники М.Видео обнародовала финансовые результаты по итогам I полугодия 2010-го года, согласно которым выручка компании за отчетный период выросла на 2,7% до уровня в 34,96 млрд. руб., а размер розничных продаж торговой сети вырос на 7%. Столь большая разница в росте между выручкой и розничными продажами связан с резким снижением объема оптовых продаж (с 1,4 млрд. руб. до уровня в 0,12 млрд. руб. за аналогичный период).

Также стоит отметить, что показатели операционной рентабельности М.Видео оказались существенно ниже прогнозов по рынку. Маржа по EBITDA снизилась с 5% до 4,1% по итогам I полугодия, да и EBITDA снизился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года почти на 15,5%(!) до уровня в 1,43 млрд. руб. Мы связываем

столь сильное снижение данного показателя со снижением наценок на некоторые группы товаров (молочные и крупы), а также с повышением расходов на персонал. Чистая прибыль сети выросла почти на 110% г/г.

Мы склонны расценивать результаты отчетности как нейтральные, поскольку нас сильно настораживает резкое снижение оптовых продаж. Причины этого нам неизвестны, да и маржа по EBITDA также снизилась без объяснимых причин. В связи с этим в краткосрочном периоде мы не рекомендуем покупать данные бумаги.

## **8. МАШИНОСТРОИТЕЛЬНЫЙ СЕКТОР**

В понедельник руководство Автоваза обнародовало новый график производства, согласно которому до конца текущего года завод должен выпустить 62,3 тыс. автомобилей в сентябре, 59,5 тыс. в октябре, 56,1 тыс. в ноябре и 63,4 тыс.

Отметим, что выпуск таких моделей, как LADA 2105/2107, LADA Samara, LADA Priora, LADA 4X4, LADA Kalina вкупе с опытно-промышленным производством до конца 2010-го года будет осуществляться пять дней в неделю в две смены. Для выпуска моделей LADA 2105 и LADA 2107 будут введены дополнительные рабочие дни. Также планируется осуществлять сборку кузовов для ЗАО 'Джи Эм - АВТОВАЗ' в период с 1 по 20 сентября в течение пяти дней в неделю в одну смену, а с 21 сентября и до конца года - пять дней в неделю в две смены.

Что касается вознаграждения за работу в субботние дни, то оно будет осуществляться в соответствии с законодательством и действующим коллективным договором предприятия. Наконец-то, руководству компании удалось полностью согласовать свое решение с профкомом завода, что подразумевает работу всех учреждений на балансе завода - детских садов, столовых, здравпунктов подразделений и предприятий пассажирского транспорта.

## **9. ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОР**

В понедельник стало известно, что Ростелеком сообщил о созыве внеочередного собрания акционеров в форме заочного голосования. Реестр акционеров, имеющих право на участие в собрании, будет составлен по состоянию на 21 сентября, а прием бюллетеней для голосования будет осуществляться до 10 ноября 2010-го года.

В первую очередь, на собрании акционеров будет обсуждаться вопрос об изменении дивидендной политики. Планируется, что 10% от чистой прибыли по итогам последнего

финансового года будет направлено на общее число размещаемых привилегированных акций, тогда как сейчас 10% от чистой прибыли направляется на 25% уставного капитала компании, поскольку столько составляют привилегированные акции в уставном капитале компании. Если изменение будет принято, то оно позволит существенно поднять дивидендные выплаты по итогам года в объединенной компании, поскольку число привилегированных акций после объединения уменьшится до 8% от уставного капитала. Что касается периода за 9 месяцев 2010-го года, то чистая прибыль Ростелекома после объединения составит 3,1 млрд. руб., что позволит выплатить по итогам этого периода около 1,27 руб. на привилегированную акцию и около 0,85 руб. на обыкновенную акцию.

Мы считаем, что обыкновенные акции Ростелекома сейчас не стоит продавать, поскольку все планируемые изменения дивидендной политики будут способствовать дальнейшему росту привилегированных акций компании. Высокий уровень дивидендной доходности будет стимулировать рост привилегированных акций до стоимости обыкновенных. Объединенная компания планирует направлять около 20% чистой прибыли на обыкновенные акции, тогда как сейчас все акционеры МРК получают около 15% от чистой прибыли в виде дивидендов. Это значит, что после объединения владельцы обыкновенных акций увеличат свои дивиденды более чем на 30%.

*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.*

*06 сентября 2010 года*