КРАТКИЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Грядущий 2009-й:
Инвестиционный климат российского рынка

Выполнил:
аналитический отдел
Абелев Олег Александрович
Голубева Екатерина Михайловна
241-53-07, 241-52-85 доб. 259

Москва
2008

Содержание:

1. Общий взгляд на рынок в 2009-м году……..3
2. Нефтегазовый сектор…….6
3. Металлургический сектор……8
4. Энергетический сектор……10
5. Финансовый сектор……...11

ОБЩИЙ ВЗГЛЯД НА РЫНОК В 2009-М ГОДУ

Грядущий 2009-й год будет как никогда сложным для отечественной экономики, поскольку II полугодие года уходящего довольно сильно подпортило инвестиционный климат в России. По-прежнему перспективы затяжной рецессии мировой экономики является реальной как никогда, поскольку мировой финансовый кризис практически «выбил» почву из-под ног у инвесторов всего мира (в частности, речь идет о заемных ресурсах), что повлекло за собой сокращение потребительских и инвестиционных расходов. Российские экономические условия привнесли свою лепту в последствия мирового экономического кризиса, что вылилось в массовый отток капитала и дефицит ликвидности, который спровоцировал развитие неплатежей. Беспрецедентный по историческим и мировым меркам обвал цен на нефть (с майского уровня в $147,3 за баррель до $35-40 в конце года) поставил перед российской экономикой новые, гораздо более важные и ответственные задачи, чем в период с 2000 года.

Темп падения выпуска в обрабатывающих производствах достиг в декабре примерно 9% к октябрю, что в годовом исчислении исчисляется около 60%. Больше всего оказались задеты отрасли, так или иначе затронутые инвестиционным спадом — металлургия, лесная промышленность, строительный сектор и т.д. Основные риски 2009-го года будут связаны с переходом кризисных явлений из финансового сектора в реальный, промышленный сектор.

Мы видим несколько возможностей такого перехода:

а) снижение производств, работающих на экспорт по причине резкого уменьшения внешнего мирового спроса на российскую продукцию;

б) резкое затруднение доступа к заемным средствам усложнит ситуацию в кредитозависимых секторах экономики, из-за чего ЦБ может остаться их единственным кредитором;

в) ухудшение платежного баланса при одновременном сокращении импорта по причине девальвации рубля и усложнения доступа к заемным средствам, что повлечет за собой резкий спад отраслей, ориентированных на обслуживание импорта – торговый и логистический сектора.

г) угроза начала дефляции, что повлечет за собой рост безработицы, сокращение потребительского спроса и рост реальной стоимости обслуживания кредитов.

Начало 2009-го года будет крайне сложным периодом для отечественной экономики в силу сокращения реального ВВП в I квартале по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Во многом динамика движения ВВП будет зависеть от конъюнктуры мировых энергетических рынков и действенности мер, принимаемых центральными банками США, Европы и России по преодолению кризисных тенденций. Мы считаем, что средние цены на нефть марки Brent в 2009-м году будут находиться в диапазоне от $50 до $55 за баррель, что, конечно, повлияет на формирование доходной части бюджета. Надо отметить, что страна подошла к встрече 2009-го года с третьими по объемам в мире государственными резервами, которые должны обеспечить большой выбор антикризисных мер, в сочетании с ослаблением курса национальной валюты, поэтому мы надеемся, что по итогам будет зафиксирован положительный прирост реального ВВП на уровне 1-1,5%.

Понятно, что одной из ключевых проблем, которые будут стоять перед отечественной экономикой в будущем году, является стимулирование внутреннего спроса. Мы считаем, что этот вопрос действительно важен, но ставить его во главу угла довольно рискованно, поскольку если основной проблемой экономики считать снижение потребления, то следующим шагом со стороны государства будет являться установление требований для российских компаний по обязательному сохранению нынешнего уровня заработной платы или его увеличению в качестве компенсации снижения спроса мирового рынка. Это будет означать, что российские компании не смогут снизить свои издержки, повысить эффективность и выйти из кризиса с финансово стабильными результатами.

Мы считаем, что несмотря на инфляцию и рост уровня безработицы нет причин ожидать, что кризис продлится очень долго. Попытки государства стимулировать внутреннее развитие на базе строительства инфраструктуры, создания региональных кластеров, развития сельского хозяйства и оборонных предприятий должны претвориться в жизнь. Тот факт, что Россия оказалась задета мировым кризисом столь стремительно и быстро, говорит о том, что российская экономика сегодня крайне восприимчива к различным импульсам, поэтому в 2009-м году будет важна не глубина экономического спада, а его продолжительность.

Что касается корпоративного сектора, то мы ожидаем увидеть усиление государственного влияния, что является неизбежным процессом в условиях глобального мирового кризиса, поскольку помощь со стороны государства будет создавать дополнительную стоимость для миноритариев российских компаний. В целом же, мы ждем одного из самых волатильных периодов в истории российского фондового рынка, поскольку грядущий год будет нести в себе большое количество изменений макроэкономической

конъюнктуры. Мы надеемся, что российский рынок должен завершить грядущий год на текущих уровнях. Индекс РТС должен завершить год в диапазоне 650-1000 пунктов, поскольку сейчас большинство российских компаний выглядят недооцененными в сравнении с иностранными аналогами. P/E в 2009 году по индексу РТС равен 6,2, тогда как аналогичный показатель для остальных стран БРИК находится в диапазоне от 9 до 11. В будущем году мы советуем инвесторам не «искушать судьбу» и инвестировать только в ликвидные бумаги. Среди таких стоит назвать ряд компаний нефтегазового и телекоммуникационного секторов, госбанки и металлургические компании с низкой себестоимостью производства. Для рискованных инвесторов больше подойдут отрасли электроэнергетики, машиностроения и химической промышленности.

Мы считаем, что по мере корректировки номинального курса рубля стихийные кризисные настроения будут существенно уменьшаться, из-за чего ЦБ получит возможность влиять на динамику денежной массы и кредита путем регулирования ставки рефинансирования и нормы обязательного резервирования. Отметим, что пока возможности для быстрого завершения процесса коррекции есть, поскольку рост курса доллара на валютных рынках несколько приостановился, это что девальвационные ожидания по отношению к доллару достаточно туманными. Все будет зависеть от того, как быстро ЦБ сможет найти опытным путем равновесный курс рубля к доллару. Мы не исключаем, что помимо традиционных монетарных мер регулирования потребуется прямое участие ЦБ в поддержании ликвидности кредитного и фондового рынка через дополнительные программы типа репо и участие в валютных аукционах.

Именно в 2009 году будет крайне важно оперативно реагировать на происходящие макроэкономические изменения – усиливать резервирование входящих капитальных потоков, «вытаскивать» реальную ставку процента в положительную зону, и т.д.

С другой стороны, **мы отмечаем, что усиление присутствия государства в большинстве отраслей путем перераспределением занятости в инфраструктурные проекты не всегда ведет к повышению уровня жизни и к восстановлению темпов роста ВВП, поскольку сильное вмешательство государства в экономику путем предоставления льготных кредитов, субсидирования процентных ставок и установления лимитов кредитования по разным отраслям для банков, получающих для этого необходимые средства может оживить промышленность в краткосрочной перспективе, но затруднить развитие экономики**. В долгосрочной перспективе из-за отсутствия необходимого притока инвестиционного капитала.

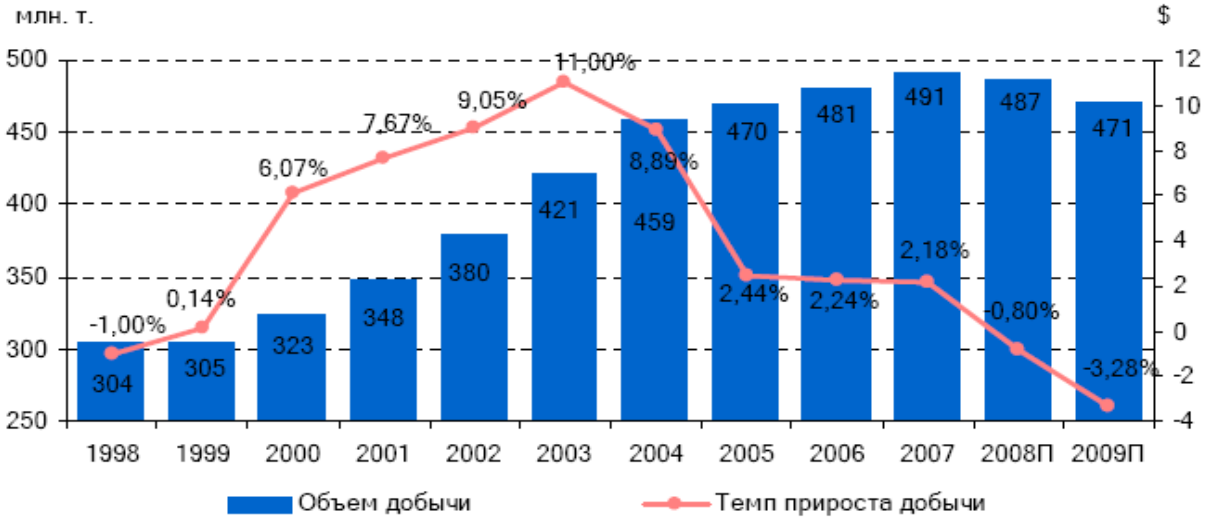
Мы считаем необходимым более подробно остановиться на базовых для отечественной экономики отраслях в будущем году: нефтегазовой, металлургической, энергетической и финансовой.

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Начиная с 2000-го года темпы роста добычи нефти в России были позитивными. В уходящем году мы впервые столкнулись со снижением добычи. По итогам 11 мес. 2008 года объем добычи нефти в России составил 446 млн.т., снизившись на 0,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. *Снижение добычи объясняется сильной истощенностью существующих месторождений в традиционных регионах нефтедобычи вкупе с недостатком инвестиций в разработку и добычу и некорректной разработкой месторождений в прошлом.*

Мы считаем, что по итогам всего 2008-го года сохранятся отрицательные темпы добычи нефти в размере 0,8% по сравнению с уровнем 2007 г. В будущем году объем добычи нефти, скорее всего, сократится еще на 15-20 млн. т. при текущем уровне цен, что будет являться крупнейшим падением темпов добычи нефти с 1995 года. Это грозит сокращением объема инвестиций, что может в среднесрочной перспективе привести к более радикальному сокращению добычи.

Рис.1.Динамика добычи нефти и газового конденсата в России, млн. т



Источник: BP Statistical Review, Минэнерго

Большинство отечественных нефтегазовых компаний уже заявили о сокращении своих инвестиционных программ на будущий год по причине резкого обвала цен на нефть. В списке заявившихся значатся: ЛУКОЙЛ, Газпром, Газпром Нефть. Основное сокращение затрат этих компаний в 2009 году будет происходить за счет снижения инвестиций на поддержание нефтедобычи на старых месторождениях и смещения сроков освоения новых долгосрочных проектов на более поздний период. ***Мы ожидаем дальнейшего снижения добычи нефти в России.***

Нефтяные компании уже перестали покупать лицензии из-за финансового кризиса. В ближайшие годы уровень добычи должен превысить уровень воспроизводства сырьевой базы по нефти на 20 млн. т., через 10 лет эта разница будет уже не 20, а 350-400 млн. т., если не будут активно внедряться новые технологии. Конечно, государство озаботилось ситуацией в нефтяном секторе и приняло ряд законодательных и налоговых мер:

- Предоставление льгот по НДПИ при разработке новых месторождений на шельфе, за Полярным кругом, в Тимано-Печерском нефтяном бассейне, на Ямальском полуострове и в Восточной Сибири.
- Повышение значения минимальной цены на нефть для расчета НДПИ с $9 до $15.
- Отмена метода прямого учета объемов добытой нефти на истощенных месторождениях.
- Налоговые каникулы для ряда истощенных месторождений.

Но мы считаем, что в случае дальнейшего снижения цен на нефть этих мер будет недостаточно, поскольку резкое снижение цен на нефть ведет к росту эффекта «Кудрина» – взиманию высоких экспортных пошлин, основанных на расчете основных котировок нефтяных фьючерсов год назад и низким ценам на нефть в текущем налоговом периоде. Таким образом, получается, что *экспорт нефти для российских нефтяных компаний в октябре и ноябре 2008 г. стал убыточен.*

Мы считаем, что одним из главных событий в нефтегазовом секторе стало принятие закона о сокращении периода мониторинга цен на нефть российской марки Urals с двух месяцев до одного для установления экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. Также был сокращен период установления пошлин - с двух до одного месяца. После принятых

изменений чистая выручка нефтяных компаний должна стать позитивной, если средняя цена на нефть марки Urals не опустится ниже уровня в $44 за баррель.

Чтобы минимизировать убытки от экспорта нефти, нефтяные компании начали больше перерабатывать, так как цены на нефтепродукты снижаются всегда чуть медленнее, чем снижение котировок нефтяных фьючерсов. Объем переработки нефти по итогам 11 месяцев 2008 г. составил 220 млн. т., поднявшись на 4% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Это значит, что снижение нефтяных цен меньше всего затронуло нефтяные компании со значительной долей и глубиной переработки: Газпром Нефть и ЛУКОЙЛ. Хуже ситуация складывалась для Сургутнефтегаза, Татнефти, и Роснефти, поскольку в их доходах преобладает экспорт чистой нефти.

Мы считаем, что, несмотря на очевидные проблемы в нефтегазовом сегменте, которые были связаны со снижением нефтедобычи и цен на нефть, государственные меры по налогообложению и регулированию отрасли частично позитивно повлияли на бизнес компаний. Тем не менее мы видим основную угрозу сектора в снижении темпа добычи нефти в будущем году при текущих уровнях цен на нефть.

МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

В течение января-сентября 2008 года металлургический сектор рос достаточно хорошими темпами по причине благоприятной отраслевой конъюнктуры и высоких цен на продукцию, но финансовый кризис в IV квартале резко изменил ситуацию в секторе, приведя к снижению цен практически на все виды выпускаемой продукции и к сокращению производства в условиях тотального снижения спроса. Практически все программы капитальных вложений компаний включают сокращения и консервацию производства на неопределенный срок.

В наиболее тяжелой ситуации оказались сталелитейные компании и производители металлургического сырья, поскольку доля незагруженных мощностей здесь превышает 50%. В несколько лучших условиях, с точки зрения возможности сбыта продукции, находятся производители цветных металлов, правда акции Норильского Никеля снизились с начала года на 74% из-за трехкратного снижения цен на основную продукцию компании и противостояния ключевых акционеров. Совсем плохо себя стали чувствовать бумаги сталелитейных компаний в условиях резкого сокращения спроса, которые потеряли с начала

года более 80%. Катастрофа постигла акции угольных компаний, которые потеряли за 2008-й год до 90% своей стоимости на фоне развития кризиса неплатежей в секторе и масштабного сокращения производства. Некоторым бумагам, конечно, помогли сохранение высоких мировых цен на конкретные металлы (в частности, на золото) и независимость от долговых источников финансирования, но сейчас большинство компаний металлургической отрасли предоставляют интересную возможность для долгосрочных инвесторов по приобретению активов по цене ниже восстановительной стоимости.

В будущем году среди всех металлургических компаний хуже всех придется предприятиям черной металлургии, поскольку мы ожидаем сохранения низкого спроса, что сильно осложнит сбыт продукции предприятий данного сегмента даже по ценам, которые будут сопоставимы с себестоимостью производства. В случае оживления строительного и машиностроительного секторов, производственная активность которых в настоящий момент находится на минимальных уровнях есть шанс на увеличение выручки предприятий данного сектора.

Мы ожидаем, что в 2009 году металлургические компании сконцентрируются на производстве продукции с высокой добавленной стоимостью, и сильно ограничат производство полуфабрикатов, поэтому наиболее предпочтительными в условиях низких цен на конечную продукцию выглядят перспективы компаний с низкой себестоимостью производства, таких, как НЛМК и Распадскую.

Что касается сектора цветных металлов, то цены здесь начали снижаться чуть раньше, чем на продукцию черных металлургов. Вступление в активную фазу кризиса только поставило основных потребителей цветных металлов в еще более сложное положение, что сразу же отразилось на стоимости реализации продукции, кроме золоторудной отрасли, цены на продукцию которой поддерживаются растущим интересом инвесторов к альтернативным активам, страхующим инфляционные риски.

В 2009 году динамика сектора будет разнонаправленной, поскольку в течение I полугодия базовые промышленные металлы, имеющие широкое промышленное применение, будут пользоваться низким спросом со стороны основных потребителей. Это не будет касаться драгоценных металлов, которые всегда обладают повышенной чувствительностью к монетарным факторам в условиях кризисного времени, и продолжат испытывать рост инвестиционного спроса. Если кредитные рынки все-таки восстановятся, то конъюнктура может начать меняться, поскольку восстановление мировой экономики приведет к снижению инвестиционного спроса на золото и будет стимулировать промышленный спрос на цветные

металлы. В первой половине года золотодобывающие компании с большой вероятности будут функционировать в условиях достаточно благоприятной рыночной конъюнктуры по сравнению с другими компаниями цветной металлургии, но к концу 2009 года ситуация может измениться.

ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ СЕКТОР

В уходящем году потребление электроэнергии в России росло, как и на протяжении последних нескольких лет. Средний темп роста потребления составил 1,7% в 2001-2005 гг., 4,5% в 2006 г., 2,5% в 2007 г. В октябре 2008-го года наблюдался минимальный прирост энергопотребления по сравнению с аналогичным периодом 2007 г., а в ноябре наблюдалось даже снижение.

Мы считаем, что снижение энергопотребления связано как с кризисными явлениями в российской экономике, что выражается в снижении объемов производства продукции крупнейшими предприятиями, и значит, в снижении потребления электроэнергии, так и в аномально теплой погоды в конце года. Средняя температура наружного воздуха в России за 30 дней ноября составила +0,5°С, что выше нормы на 6°С и выше фактической величины 2007 г. на 4,6°С. В силу вышеперечисленных причин и ***из-за снижения энергопотребления производители электроэнергии были вынуждены сокращать объемы ее генерации.***

Отметим, что снижение производства электроэнергии относительно плана продемонстрировали все типы генерации, кроме атомной, что связано со снижением энергопотребления и с низкой водностью рек, которая сократила возможность ГидроЭлектроСтанций генерировать электроэнергию. Это грозит срывом плана на 2008-й год Федеральная служба по тарифам в конце года обнародовала сводный прогнозный баланс производства и поставки электроэнергии на 2009-й год, согласно которому производство электроэнергии в целом по России должно вырасти на 5% в 2009-м году по сравнению с 2008-м годом. Мы считаем, что данный прогноз довольно сильно завышен, что может привести к увеличению доли электроэнергии, реализуемой в рамках регулируемых договоров и приведет к снижению величины выручки генерирующих компаний. Причина в том, что электроэнергия, которая реализуется по регулируемым договорам, стоит дешевле электроэнергии, которая реализуется по свободным договорам, а объем электроэнергии, продаваемой по

регулируемым договорам, рассчитывается как доля от прогнозного баланса производства и поставки электроэнергии.

Из-за снижения объема электропотребления в ноябре снизился спрос на электроэнергию в либерализованном сегменте рынка. Это значит, что произошло снижение цен на электроэнергию в зонах «Европы и Урала» и «Сибири» по сравнению с аналогичным периодом 2007 г. Мы ожидаем дальнейшего снижения цен на электроэнергию в 2009 году по сравнению с аналогичными периодами текущего года.

Стоит отметить, что ***одним из проявлений кризиса в электроэнергетике стало возникновение неплатежей между контрагентами*** из-за разного механизма оплаты электроэнергии сбытовыми компаниями и их клиентами, поскольку сбытовые компании расплачиваются с генерирующими компаниями четыре раза в месяц, а клиенты сбытовых компаний – два раза в месяц. Получается, что сбытовые компании получают кассовые разрывы, которые ранее ликвидировались за счет краткосрочных кредитов в банках, а сейчас в свете труднодоступности к заемным просрочка платежей сбытовых компаний перед генерирующими обрастают штрафами и пени.

Мы не знаем, сколь долго будет продолжаться подобная ситуация, поскольку глубина проблемы будет зависеть от того, насколько быстро произойдет реформирование текущей системы платежей и предоставлена финансовая поддержка сбытовым компаниям. Менеджмент РусГидро при нормативе уровня неплатежей в 2% закладывает 3-4% в оптимистическом сценарии финансового плана компании на будущий год и около 20% в пессимистическом. Возможно, решение данной проблемы лежит в создании специальных комиссий, которые будут отслеживать проблемы с платежами или в передаче функций управления сбытовыми компаниями генерации или распределительным сетям.

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

Наиболее уязвимым в 2008 году оказался финансовый сектор на фоне развития ипотечного кризиса в США в начале 2008 года, что повлекло за собой ухудшение конъюнктуры глобальных кредитных рынков и практически закрыло доступ к зарубежным источникам фондирования для российских банков и спровоцировало торможение всего сектора. Отметим, что основная просадка банковского сектора началась в середине сентября, когда банкротство сразу нескольких глобальных банков сильно усложнило доступ к

кредитным рынкам, значительно увеличило риски контрагентов. Результатом подобных проблем стало появление больших проблем с ликвидностью у ряда коммерческих банков, основным и фактически единственным источником которой стал ЦБ. Сейчас ситуация незначительно улучшилась, ставки по однодневным кредитам опустились до уровней в 6-8% с 20%-х уровней в середине октября, но ставки по 3-х месячным кредитам для большинства заемщиков по-прежнему превышают 20%.

Мировой финансовый кризис оказал негативное влияние на темпы роста основных показателей российского банковского сектора. За 10 месяцев 2008 года активы банковской системы увеличились на 24,9% против 30,1% в аналогичном периоде 2007 года. Рост кредитов в январе-октябре 2008 года составил 37% по сравнению с 42% в аналогичном периоде 2007 года. Такие показатели роста кредитов и активов были связаны с тем, что российские предприятия и банки из-за отсутствия доступа к иностранным кредитам были вынуждены привлекать финансирование в России, но разброс доходности по российским государственным облигациям по отношению к американским превысил 8%, поэтому привлечение заёмных средств при помощи облигаций оказалось абсолютно невыгодным. В результате, банковские кредиты были одним из немногих способов привлечь финансирование, что позволяло банкам наращивать кредитование, а также активы. Тем не менее, в связи с экономическим кризисом потребность компаний в кредитовании снижается, так как спрос на их продукцию падает. Кроме того, вследствие роста стоимости кредитов компании отказываются от реализации многих инвестиционных проектов.

Мы считаем, что при небольшом росте активов и кредитов при снижении собственного капитала и количества депозитов физических лиц риски финансовой системы, так как это приведет к росту доли кредитного портфеля в структуре активов и финансирования за счет государственных кредитов, что может дестабилизировать структуру баланса. Увеличение доли кредитов в банковской системе означает рост заемных средств, что приводит к увеличению рисков банковского сектора. Мы полагаем, что в будущем году активы и основные виды пассивов банковской системы будут увеличиваться более равномерно - за счет замедления темпов роста кредитования.

В течение всего 2009 года российский финансовая система продолжит искать подпитку у государства, поскольку российским компаниям и банкам предстоит рефинансировать зарубежные кредиты, что для многих будет сделать крайне трудно, поскольку это осуществимо только через российские банки, а у последних по-прежнему будут оставаться проблемы с привлечением ресурсов из-за отсутствия притока иностранных займов и

минимального притока средств клиентов из-за снижения доходов населения и нестабильности экономической ситуации в целом.

В 2009 году мы ожидаем, что именно ***кредитование со стороны государственных институтов станет основным источником поддержания всей банковской системы***. В такой ситуации наиболее устойчиво выглядят крупные государственные банки, через которые государство будет кредитовать реальный сектор, поскольку уровень доверия к этим банкам со стороны клиентов существенно выше.

Уходящий год оказался очень тяжелым не только для отечественного фондового рынка, но и для всей экономики в целом. Причем не только отечественной, но и всей мировой финансовой системы. Мы живем в эпоху смены глобального тренда мирового экономического развития. Надеемся, что в 2009 году те меры, которые были предприняты отечественными монетарными властями во второй половине года нынешнего, все-таки возымеют свое действие и ситуация сможет войти в привычное русло. Нас ожидает без преувеличения год испытаний, но с другой стороны, кризис - это всегда 'очищение' от накопившихся на экономическом 'теле' государства финансовых несовместимостей.

Уважаемые инвесторы и клиенты ИК 'РИКОМ-ТРАСТ'!

Мы желаем Вам счастливого Нового Года!

Мы надеемся, что успешное следование рыночным законам инвестирования и работы на фондовом рынке принесет вам большую степень удовлетворения, чем в нынешнем непростом году!

С Новым 2009-м Годом!!!

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.

31 декабря 2008 года