

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 1 декабря 2009 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Сбербанк-п	56.5	9.4%
Сбербанк	69.21	3.1%
РусГидро	1.131	2.3%
Новатэк ао	159.6	2.2%
ГМКНорник	4050	2.0%
ФСК ЕЭС ао	0.37	1.7%
Система ао	22.5	1.0%
Магнит ао	1805	0.6%
МТС-ао	219.3	0.6%
Татнефт Зап	64.92	0.6%
ММК	23.23	0.4%
ОГК-3 ао	1.42	0.1%
Ростел -ап	60.7	0.0%
РБК ИС-ао	46.31	-0.3%
СевСт-ао	223	-0.4%
Татнефт Зао	138.3	-0.4%
Аэрофлот	43.7	-0.6%
Сурнфгз	25.89	-0.7%
ЛУКОЙЛ	1687	-0.8%
Газпрнефть	153.4	-0.9%
ВТБ ао	0.062	-1.0%
УралСви-ао	0.648	-1.1%
ПолусЗолот	1571	-1.1%
Транснф ап	21450	-1.5%
Сурнфгз-п	13.18	-1.8%
Уркалий-ао	132.6	-1.9%
ГАЗПРОМ ао	166.5	-2.0%
Роснефть	233.8	-2.1%
Ростел -ао	180.6	-2.9%
ОГК-5 ао	2.209	-3.2%

Индекс ММВБ вчера закрылся практически в нуле. Открытие было высоким на инерции, затем было снижение, продолжение роста не получилось. К вечеру котировки снова поползли вверх, так что единой динамики в понедельник не получилось, отдельные акции двигались «разнонаправлено».

Можно сказать, что на российские рынки влияли торги мировых площадок – европейские индексы закрылись с минусом. До конца года остается не так много активной торговли, ранее мы предполагали, что закрытие будет в районе 1300-1500, все идет к этому. Тем не менее, мы ждем продолжения роста акций и в следующие годы. Самая быстрая фаза роста прошла, со «дна» подъем составляет почти 3 раза, и многократный рост в короткое время с текущих уровней уже невозможен. Мы ожидаем, что акции на ближайшие годы будут приносить доходность под 20-30% годовых и неизбежно превысят докризисные максимумы.

Курс рубля к доллару тоже отличался подвижностью – в начале торгов был провал до 28.95 руб./\$, затем рост до 29.34, сейчас торгуется на 29.22. Недавно первый зампред ЦБ РФ А.Улюкаев объяснял, что целью валютных интервенций является «запутать» спекулянтов. Вообще-то это старая идея ЦБ, который не любит спекулятивные потоки капитала еще с крахов рубля 90-х. Тем не менее, валютная политика Центробанка быстро разгадывается рынком, который охотно начинает играть против него, когда Центробанк заходит слишком далеко от рыночных реалий. На днях мы прочитали книгу Сергея Алексашенко «Битва за рубль», посвященную дефолту 98-го года. Алексашенко в то время был 1-м зампредом. В книге содержится утверждение, что курс рубля должен быть

результатом монетарной политики, а не ее инструментом. Интересно, что переход к плавающему курсу рубля обсуждался и в 1997 году и перед дефолтом, но его так и не доверили рынку. Если почитать недавние статьи Алексашенко, то в них есть вопрос «зачем ЦБ укрепляет рубль?», и опасения, что это подавит российскую промышленность. Такая двойственность отношения к курсу характерна нашей власти – желание отпустить рубль есть, но страшно. В блоге Алексашенко содержится ссылка на «разговор с человеком, вхожим в Белый дом». Так вот, по его словам, существует очень сильная «фракция» сторонников укрепления рубля. ЦБ считает, что если рубль отпустить, то курс доллара стабилизируется на уровне 22 рубля» (от 25 октября).

До последнего времени ЦБ РФ покупал валюту, стараясь удержать рубль от укрепления, но все имеет свои лимиты. Когда в 2003-2008 годах делалось тоже самое, у нашего государства был инструмент стерилизации – отчисления правительства в Стабфонд (сейчас Резервный и Нацблагосостояния). Сейчас этого инструмента нет, и уже в этом месяце (!) денежная база начнет выходить из под контроля, поскольку правительству в ноябре-декабре предстоит потратить около 1.5 трлн. рублей из Резервного фонда, и эти траты должны продолжиться и в 2010 году (еще около 3 трлн. рублей). А в этом случае ЦБ РФ не остается никаких инструментов, кроме как *продавать* валюту из международных резервов, а не покупать, если власть не хочет получить разгона инфляции в конце 2010 и в 2011 году (года, в котором должна начаться официальная политика таргетирования инфляции).

Интересно, что денег Резервного фонда не хватает, и на следующий год правительство



намеревается занять около \$30 млрд. на внешних рынках. Правительству нужны рубли, не доллары, т.е. правительство, заняв эту сумму будет вынуждено продавать ее на открытом рынке, укрепляя рубль. Справа на графике представлен индекс реального обменного курса рубля, на котором видно как в 1995-1998 гг. до дефолта рубль был сравнительно дорогим. Это происходило потому, что правительство тратило занятые за рубежом деньги (в том числе косвенно занятые через иностранные вложения в ГКО), продавая их (доллары и евро) на открытом рынке, при этом, цены на нефть тогда были заметно ниже, чем сейчас. Конечно, ситуация тогда была чуть сложнее – из страны шло бегство капитала. Сейчас систематического бегства капитала из страны нет.

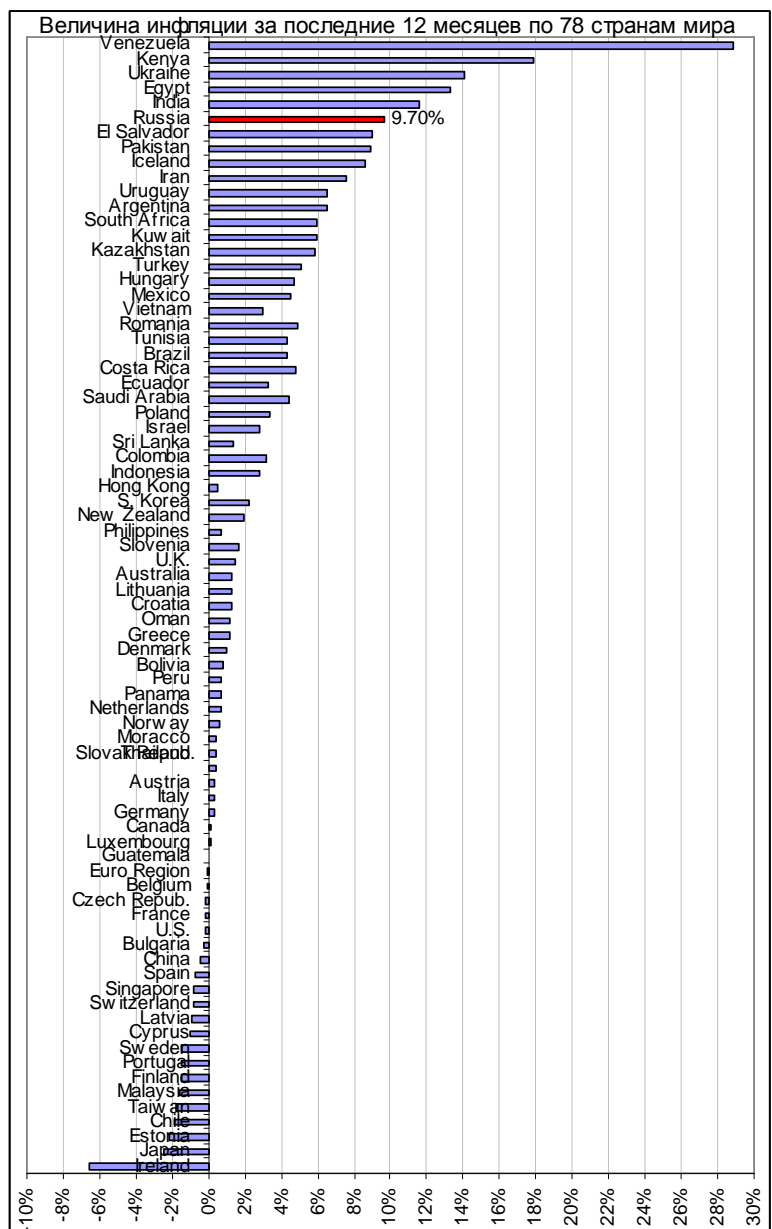
После дефолта 1998 года России перестали давать в долг, бегство капитала продолжалось, реальный обменный курс стал низким. Он также был низким из-за оттока капитала, который создавал сам Центробанк, накапливая валютные резервы вплоть до \$600 млрд. перед кризисом. И был отток от правительства, которое расплачивалось по немалым долгам, до \$150 млрд. (сейчас около \$35 млрд.). Плюс был продолжающийся отток частного капитала.

Сейчас оттока капитала из страны не ожидается практически ни по одной статье. Все что могло быть от частного капитала «утекло» осенью-весной, и часть этого капитала будет вынуждено возвращаться. Экспорт страны очень здоровый, снижение цен на нефть в значительной мере не просматривается, а импорт сильно подавлен кризисом. Счет текущих операций у нас положительный, положительным может стать счет капитала. И то и другое может быть положительным, только если ЦБ будет наращивать резервы, но тут мы наталкиваемся на ограничение денежной базы – ЦБ практически выбрал свой лимит в 2009 году. [Платежный баланс = Счет текущих операций + Счет Капитала – изменения резервов Центробанка = 0] Резервы могут быть накоплены только через разгон инфляции до огромных значений. Но есть заявления власти, Путина и желание приступить к политике инфляционного таргетирования в 2011 году.

Все это позволяет нам предположить, что в 2010 году мы увидим очень значительное укрепление рубля. Наш прогноз на конец этого года был 28-26 рублей. Мы до сих пор думаем, что это возможно, хотя точные цифры в точное время – вещь неблагоприятная. Судя по книге Алексашенко, у валютных притоков есть определенная сезонность. В декабре и мае обычно приток, осенью и в начале года – сезонный отток. Начавшийся декабрь может привести к притоку, а руки ЦБ по интервенциям будут связаны величиной денежной базы. Мы теперь полагаем, что в 2010 году вполне может быть достигнут курс в 25 рублей за доллар (не сильно важно, каков будет курс евро к доллару, поскольку бивалютная корзина не имеет значимого экономического обоснования!). В конце лета мы выдвигали предположение, что с вероятностью 50% на 50% достижима отметка в 23 рубля за доллар – номинальный предкризисный рекорд. Мы не отказываемся от этого прогноза.

Новости вкратце:

- Дружественный С. Керимову «Номос-банк» приобрел у «ВЭБ» долг «ПИКа» на \$262 млн. Сейчас компания ведет переговоры с банком по пролонгации кредита на 3-5 лет. Кроме того, после этой сделки «Номос-банк» получит 25% акций девелопера, которые находятся в залоге у «ВЭБа». Как пишут «Ведомости», С. Керимов и его дружественные структуры могут в совокупности собрать 70% акций «ПИКа». Таким образом, приход нового акционера позволит компании решить долговую проблему, и мы рекомендуем к покупке акции «ПИКа».



- «Русгидро» определило цену размещения 19 млрд. акций (7,04% от капитала) на уровне 1,15 рублей за акцию. Таким образом, в ходе допэмиссии компания может привлечь \$750 млн., основным покупателем выступит государство. В 2010 году «Русгидро» планирует разместить еще одну допэмиссию для привлечения средств на ремонт Саяно-Шушенской ГЭС.
- «ИСК-Человека» в ходе IPO разместит свои акции по 9,5 рублей. Бумаги начнут обращаться на бирже 10 декабря.
- X5 Retail Group рефинансировал синдицированный кредит на \$1,1 млрд., который компания должна была погасить в декабре 2010 года. Кроме того, кредит примерно на такую же сумму предоставит «Сбербанк». Таким образом, кредитные рынки размораживаются, и банки более охотно идут на реструктуризацию кредитов.
- «Система-Галс» по итогам 9 месяцев получил убыток в \$238 млн., а выручку сократил в 5 раз до \$50,86 млн. Долг компании на конец третьего квартала составил \$1,33 млрд., из которых \$125,4 млн. – краткосрочная задолженность. Как поясняет «Система-Галс», ситуация на рынке недвижимости продолжает оставаться сложной, и в этих условиях компания является зависимой от поддержки своих основных акционеров.
- Центральный банк Австралии повысил процентную ставку до 3,75% с 3,5%.
- По данным мониторинга процентных ставок Центробанка, в третьей декаде ноября максимальные ставки по депозитам опустились до 13,66% годовых с 13,76% во второй и 13,95% годовых в первой декадах.
- Вчера была опубликована новая редакция первой и второй частей Налогового кодекса РФ, касаемых налогообложения ценных бумаг (<http://rg.ru/2009/11/30/nalog-dok.html>). Многие уже успели назвать поправки революционными. Главные нововведения касаются изменения налогооблагаемой базы по инструментам срочного рынка. Сейчас в учете расходов будут учитываться все фактически понесенные затраты. Сальдирование налоговой базы будет осуществляться по всем инструментам срочного рынка (фьючерсы на акции, товары, валюту, индексы, опционы). При этом действия этих статей будут распространяться на результаты 2008-2009 годов. Брокер должен будет пересчитать всю налоговую базу за этот период. С 2010 года можно будет переносить убытки на следующие периоды, как по фондовому, так и по срочному рынку. Убытки на срочном рынке смогут уменьшить фондовую базу уже без учета принципа хеджирования. Новая редакция закона позволит решить множество проблем и совершенно неадекватных налогов, которые приходилось платить участникам срочного рынка.

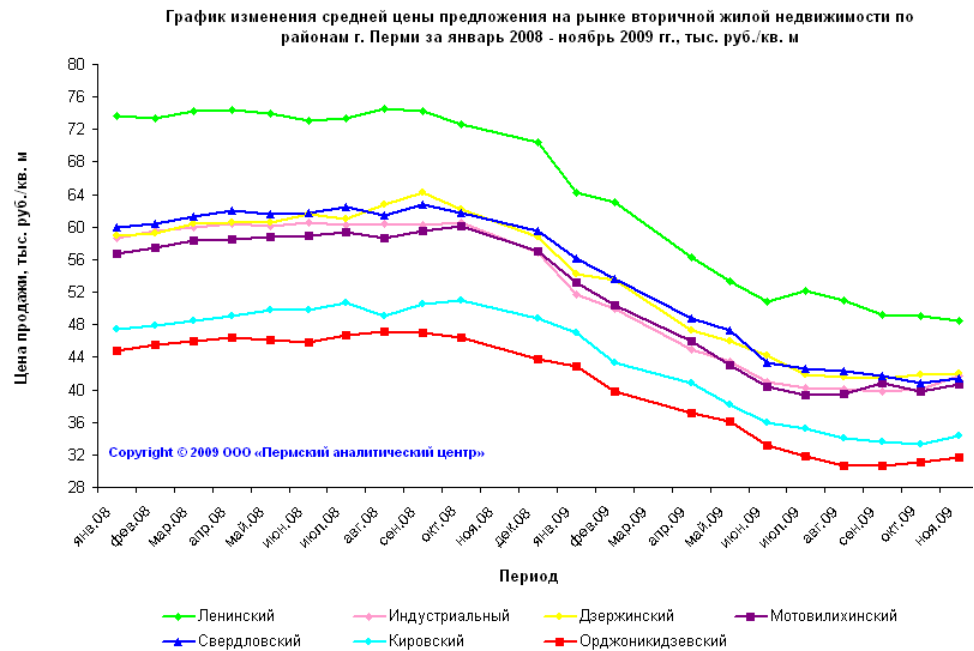
- Сегодня были опубликованы данные по опросам уверенности в промышленности за ноябрь ВТБ-Капитал. Ситуация остается умеренно негативной – промышленность не растет (хотя и падение очень слабое). В комментарии Дмитрий Федоткин, экономист Банка ВТБ Капитал – отмечает: “В ноябре снижение индекса ИМС-Промышленность продолжилось – он опустился до 49.1 пункта против 49.6 пункта месяцем ранее. Главной причиной этого стала отрицательная динамика субиндексов новых заказов и в особенности – индекса новых экспортных заказов, которые упали ниже отметки в 50 пунктов, служащей "водоразделом" между спадом и ростом (до 49.7 и 46.9 соответственно). В последнем случае ключевым фактором явилось падение спроса со стороны Евросоюза, что также проявилось снижением конкурентоспособности российских производителей в условиях укрепления рубля. Однако одновременно участники опроса отметили, что повышение курса российской валюты способствовало снижению инфляционного давления в экономике: субиндекс себестоимости хотя и удержался выше 50 пунктов, однако упал до минимального значения за последние три месяца; аналогичную динамику продемонстрировал и субиндекс отпускных цен. В качестве положительного момента следует отметить стабилизацию субиндекса занятости: по итогам ноября он практически не изменился, составив 47.5.”

Индекс Менеджеров по снабжению



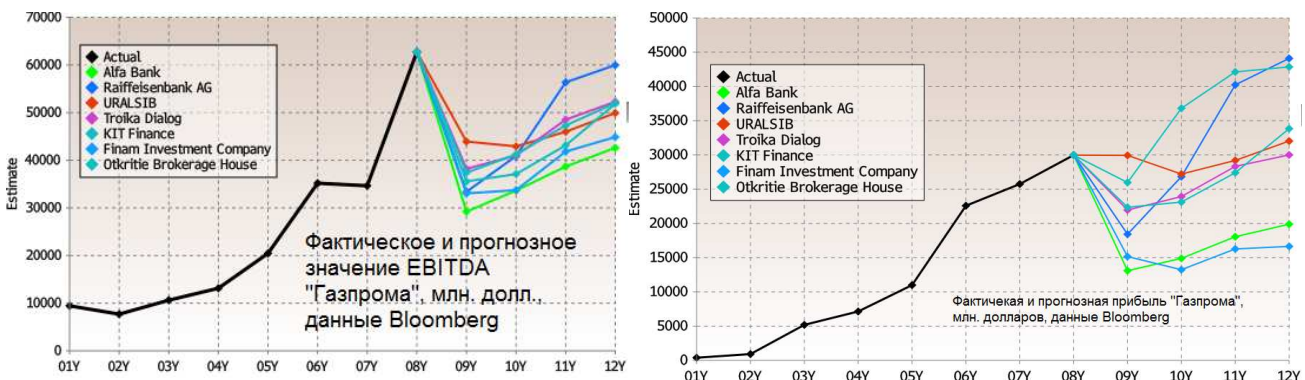
Местное:

- По данным Пермского аналитического центра, цены предложения на вторичную недвижимость продолжают оставаться стабильными, и по итогам ноября средняя цена составила 40,36 тыс. руб. за метр, что на 0,3% выше месяцем ранее.
- ООО «Производство керамического кирпича на Закаменной» с 1 декабря приостанавливает производство до марта 2010 года. Как поясняет компания, данная мера позволит снизить расходы в период сезонного спада спроса и сохранить рабочие места. В период простоя завод намерен провести текущие ремонты оборудования.

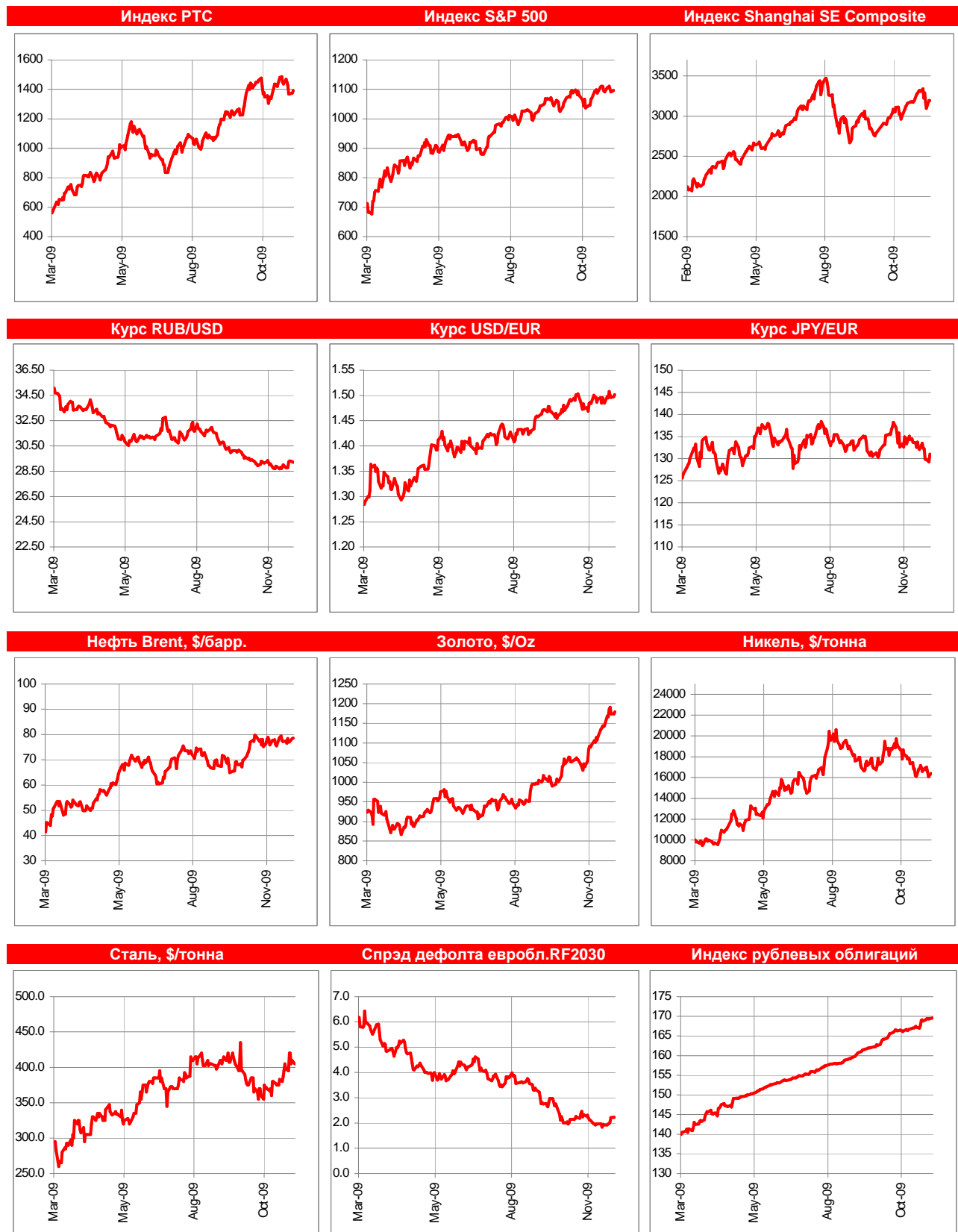


Напоследок:

На графике приведены прогнозы показателей EBITDA и чистой прибыли (без учета разовых статей) для «Газпрома». Текущая капитализация Газпрома составляет \$138 млрд., чистый долг \$42 млрд., показатель EV=\$180 млрд. Показатель EBITDA «Газпрома» по 2008 составлял \$63 млрд. (что предполагает крайне низкий EV/EBITDA=3). Аналитики ожидают, что EBITDA в ближайшие годы выйдет в район \$50 млрд. Прогнозы прибыли различаются намного больше – есть оценки менее \$20 млрд. на ближайшие годы, есть оценки больше \$40 млрд., среднее – ближе к \$30 млрд.



Конъюнктура рынков:



Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО «Пермская фондовая компания» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг брокерского обслуживания. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в российские ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.