

## Оперативный обзор фондового рынка

среда, 1 декабря 2010 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
<b>ЛУКОЙЛ</b>	1735	3.1
Татнфт Зап	77.74	1.4
ФСК ЕЭС ао	0.366	1.4
РусГидро	1.651	1.4
<b>ГМКНорник</b>	6053	1.3
<b>Трансф ап</b>	41000	1
Сбербанк-п	74.3	0.9
<b>Сбербанк</b>	101.51	0.8
<b>ГАЗПРОМ ао</b>	174.2	0.7
Ростел -ао	139.24	0.7
ПолусЗолот	1775	0.6
Система ао	26.301	0.6
Новатэк ао	268.5	0.6
УралСви-ао	1.38	0.4
Магнит ао	3631	0.4
<b>Газпрнефть</b>	124.79	0.4
ММК	31.198	0.2
РБК ИС-ао	37.43	0.1
ОГК-3 ао	1.675	0.1
МТС-ао	254.1	0
Ростел -ап	77.3	-0.1
<b>Татнфт Зао</b>	148.47	-0.1
СевСт-ао	446.21	-0.2
<b>Сурнфгз</b>	29.603	-0.3
Аэрофлот	80	-0.4
ОГК-5 ао	2.84	-0.6
Сурнфгз-п	14.42	-0.7
<b>Роснефть</b>	207.77	-0.8
ВТБ ао	0.1	-1.2
Уралкалий-ао	170.71	-2.2

По итогам вторника индекс ММВБ вырос на 0.7%, несмотря на сравнительно слабую динамику мировых рынков.

Среди отдельных акций выделяются «ЛУКОЙЛ», который резко отскочил от показанных накануне минимумов с сентября. Вчера по компании прошла серия новостей (см. «вкратце».) Основная - опубликован отчет GAAP за 9 месяцев 2010 года, по которому чистая прибыль компании за 9 месяцев поднялась до \$6.82 млрд., предполагая показатель 2010 года порядка \$9 млрд. Консенсус ожидания в Bloomberg до сих пор предполагали средний показатель прибыли около \$8 млрд., так что публикацию отчетности следует расценивать как сюрприз. Текущая капитализация «ЛУКОЙЛа» составляет \$46.9 млрд., а мультипликатор  $p/e_{2010}=5.2$ .

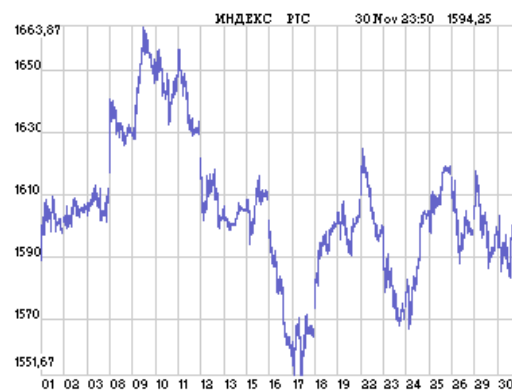
Нефтегаз на российском рынке остается немодным и дешевым. У нас нет сомнений насчет того, что это не может продолжаться вечно, но, к сожалению, мы не можем ответить на вопрос, когда эта рыночная неэффективность (на языке экономистов) устранилась. Рыночная стоимость зависит от преобладающей моды на рынке. Одно время рынок дает крайне высокие цены телекоммуникациям и технологиям, как это было во времена пузыря NASDAQ. В другое время мы видим «бегство за качеством», когда люди готовы покупать 10-ти летние казначейские облигации США под доходность меньше 2%, в то время как ожидаемая инфляция на этот период составляет ровно 2%. Люди сейчас активно покупают золото, загоняя его почти на \$1400/унция, в то время как еще 8 лет назад золоту давали цены ниже \$300/унция. Для нас вполне

очевидно, что Мистер Рынок (Mr.Market - расхожий образ отца фундаментального анализа Бенжамина Грэма, начиная с 1934 года) дает крайне абсурдные цены, если смотреть на них краткосрочно. Но при этом Мистер Рынок прав в среднем и долгосрочно. Эту идею трудно принять и также не всегда просто понять, когда Рынок дает неправильные цены.

В случае с «ЛУКОЙЛом» можно взять обратное значение мультипликатора  $p/e=5.2$ , что даст  $1/5.2=19\%$ , это «доходность прибыли». Часть этих доходов будет поступать на инвестиции, часть – выплачиваться акционерам. Цифру в 19% следует воспринимать как индикатор будущей доходности человека, который купил акцию. Эта доходность в большей мере защищена от инфляции («ЛУКОЙЛ» может перенести растущие издержки на потребителя). Но она имеет определенный риск – налоговый, связанный с недостаточно прочным устройством России. Нам крайне нравится цена «ЛУКОЙЛа», мы ожидаем от этой бумаги хорошей долгосрочной доходности. Тот факт, что акция «ЛУКОЙЛа» находится в ценах конца 2005 года (в долларах) может кого-то смущать. Но для нас это носит совершенно иной смысл – Мистер Рынок вновь и вновь дает возможность дешево купить бумагу, что предвещает хорошую доходность. 19% годовых на дороге не валяются.

Еще одна акция, которая вчера отличилась – «Уралкалий» (-2.2%). На акцию продолжают давить новости о «расширяющемся провале» в Березниках. Акция явно была лучше рынка в последние несколько месяцев и вполне может компенсировать часть пройденного пути. Можно назвать это «коррекцией» или «фиксацией прибыли». «Уралкалий» - это акция, по которой мы не так уверены в росте, как в «ЛУКОЙЛе». Вопрос цены калийных компаний напрямую связан с ожидаемой динамикой калийных удобрений. Текущая конъюнктура удобрений может говорить о том, что цена акции завышена – мультипликатор  $p/e_{2010}=21$ , что великовато. Другое дело, есть ожидания возврата «рынка продавца», как он наблюдался перед кризисом. Тогда прибыли калийных компаний вновькратно вырастут. Мы полагаем, что за историей о грядущем дефиците калийных удобрений есть некоторый смысл, но в любом случае «Уралкалий» - более неопределенная компания, чем «ЛУКОЙЛ», прибыли по которому видны и очевидны. Но парадоксальным образом, рынок это не сильно беспокоит, он предпочитает «Уралкалий».

## Рынки накануне:



Возможно, потому, что эта компания показала колоссальный рост в прошлом. С конца 2005 года «Уралкалий» вырос в 5 раз, а «ЛУКОЙЛ» - до сих пор там.

Новостные ленты наполнены сообщениями о грядущем повышении процентных ставок в Китае, чтобы остудить экономику и снизить темпы инфляции. Сегодня был опубликован индекс уверенности в промышленности Китая (Manufacturing PMI), поднявшийся до максимума с весны (55.2 пункта, значение выше 50 = рост). Сохраняется «напряженность» (очередной штамп), связанная с Европой.

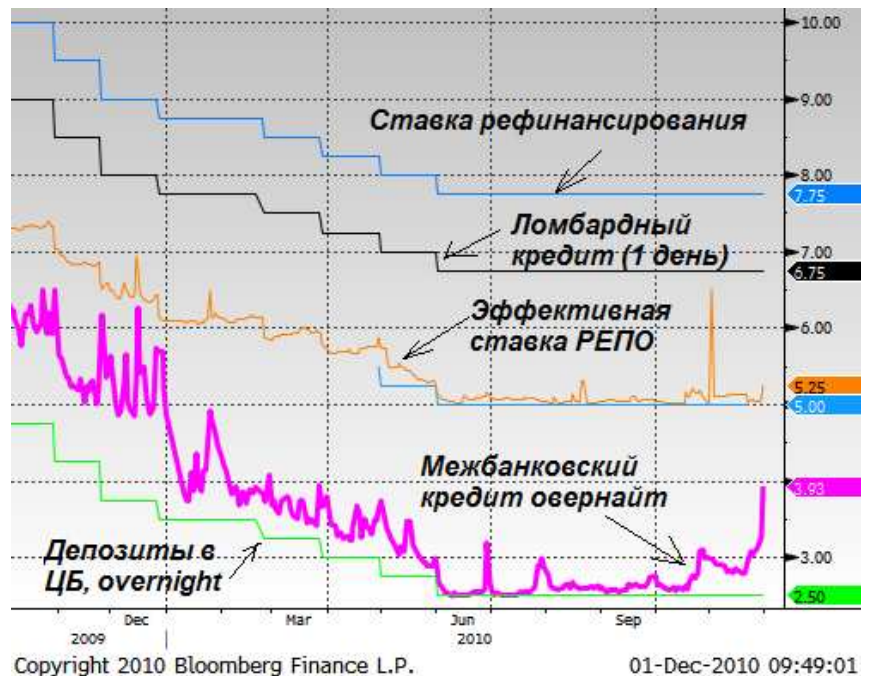
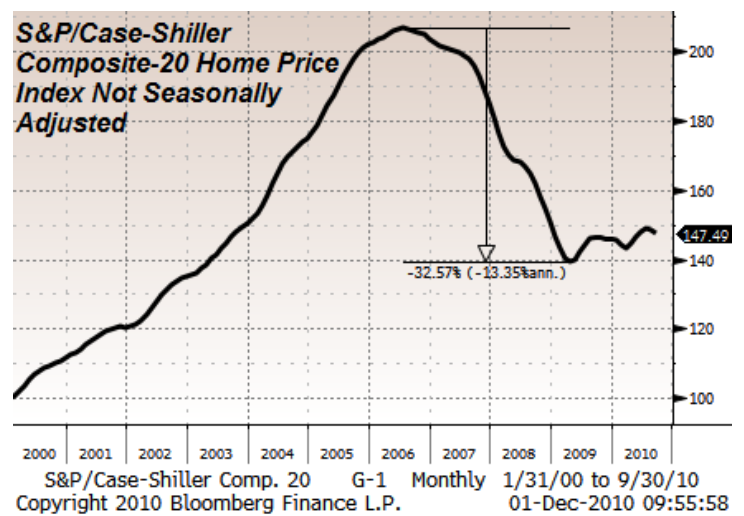
Вчера в США была опубликована серия данных, касающихся рынка жилья. Индекс Кейса-Шиллера/S&P, отражающий инвестиционную стоимость жилья (очищенный от переделок и улучшений жилья, т.е. инвестиций) продолжает стагнировать после того как «отскочил» после провала. Мы ожидаем примерно схожую динамику недвижимости в России – где-то на уровне инфляции на ближайшие годы. Это продиктовано следующими соображениями. Инвесторы, скупившие недвижимость, будут продавать, когда она будет подходить к предыдущим пиковым ценам, что создаст определенный потолок. С другой стороны, покупатели убедились, что недвижимость не всегда растет и что идея «если не куплю сейчас, то не куплю никогда» является ложной.

Интервенции Центробанка РФ на рублевом рынке против ослабления рубля, продолжающиеся три месяца подряд, с сентября начинают оказывать влияние на монетарные показатели.

В банковской среде начинает ощущаться небольшой дефицит рублевой ликвидности. Точнее – ликвидность по-прежнему высока, но она не настолько избыточная, как это было еще летом. На графике выше приведены основные операционные ставки Центробанка РФ и ставка овернайт. Если в прошлые месяцы краткосрочная ставка была вблизи «пола», обусловленного ставкой депозита в ЦБ, то сейчас она оторвалась от этого показателя.

Все это уже оказывает влияние на ставки в реальном секторе. Сегодня в «Ведомостях» можно прочитать статью, что ставки по депозитам физлиц перестали расти. Мы, однако, не готовы прогнозировать бурного роста ставок, но полагаем, что большой период падения рублевых ставок в стране подошел к концу.

Сегодня был опубликован индекс уверенности в российской промышленности HSBC/Markit. К сожалению, оптимизма не много. Шестой месяц подряд индекс сокращается с весенних максимумов. Производители отмечают растущее ценовое (инфляционное) давление по стоимости сырья.



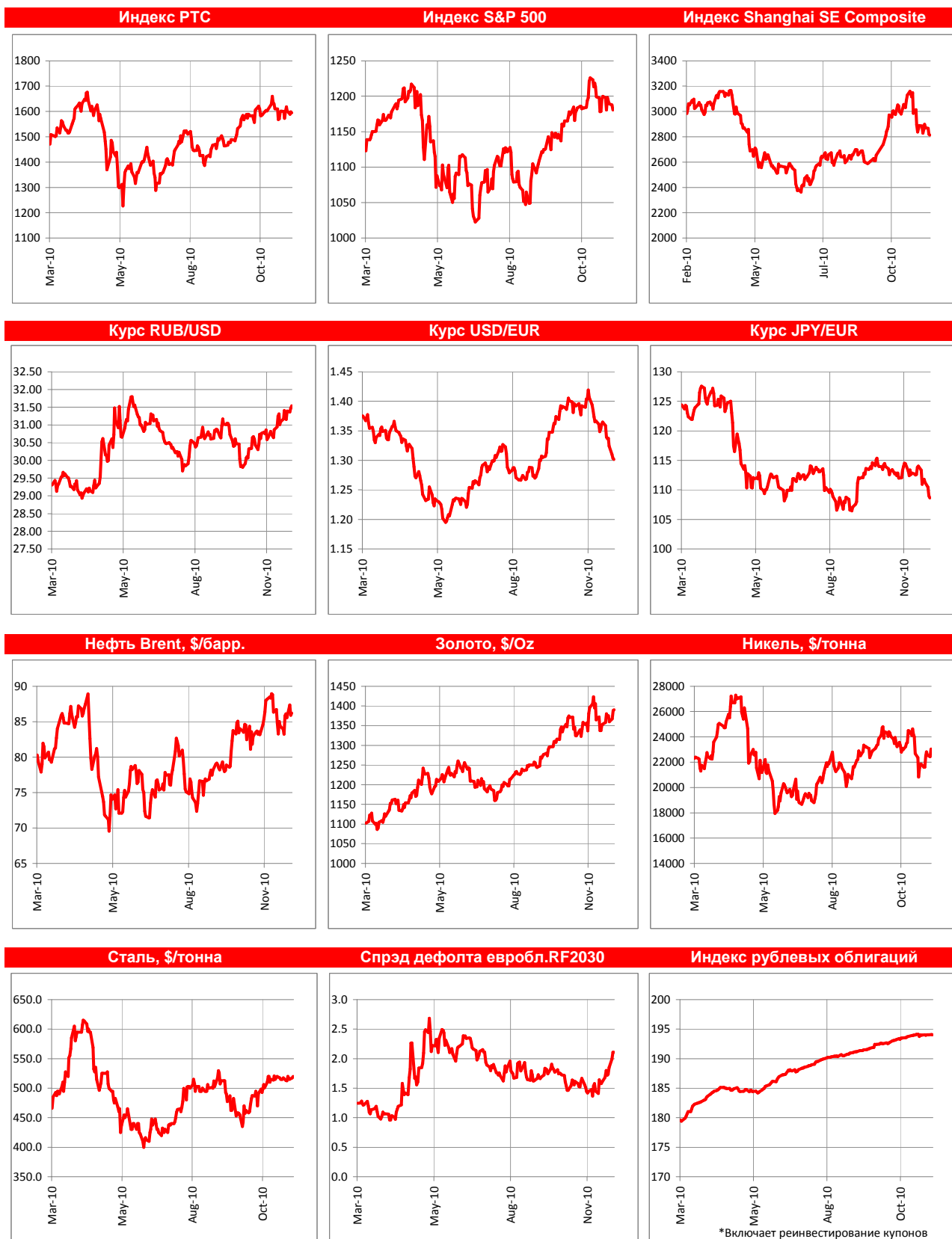
## Вкратце:

- «ЛУКОЙЛ» вчера отчитался об итогах за девять месяцев 2010 года. Чистая прибыль компании выросла на 29% до \$6,8 млрд. Выручка увеличилась на 34% до \$76,3 млрд. Добыча нефти снизилась на 1,4% до 72,27 млн. тонн, причем в России падение составило 2%. Однако в целом добыча углеводородов выросла на 1,6% за счет газовых проектов. В 2011-2013 гг. «ЛУКОЙЛ» намерен продолжить наращивать добычу углеводородов. Падение добычи в России не является сюрпризом, ранее руководство компании заявило, что «ЛУКОЙЛ» будет делать упор на международные проекты. В частности, в ближайшие два года «ЛУКОЙЛ» планирует инвестировать \$900 млн. в разведку в Западной Африке. Также компания сообщила, что намерена по итогам 2010 года увеличить дивиденды. Напомним, что по итогам 2009 года компания на одну акцию заплатила 52 рубля дивидендов.
- «Русал» намерен до конца года выпустить российские депозитарные расписки на акции, которые сейчас торгуются в Гонконге. Максимальный объем расписок составит \$2 млрд. Сообщается, что сейчас на ММВБ прописывается процедура листинга бумаг. Заметим, что программу РДР планирует запустить и X5 Retail Group.
- «Сибирьтелеком» за девять месяцев 2010 года увеличил чистую прибыль почти в два раза до 3,8 млрд. рублей. При этом выручка компании выросла на 3% до 29,3%. Как сообщает компания, доходы выросли за счет предоставления услуг по доступу в Интернет.
- Evraz подал заявку в ФАС на покупку «Инпрома». На этой новости вчера облигации «Инпрома» достигли 70% от номинала.
- «РБК Daily» сегодня пишет, что вчера банки через РЕПО взяли у ЦБ РФ 30 млрд. рублей. Также отмечается, что в ноябре займы превысили обыкновенную норму. Рост заимствований связывают с тем, что банки активно наращивают портфель ценных бумаг в надежде на рост. Поэтому ценные бумаги не продаются, а закладываются в РЕПО.
- «ЛУКОЙЛ» раскрыл некоторые подробности сделки с Unicredit и структурами В. Алекперова. Напомним, что в конце сентября Unicredit купил у Conoco почти 5% акций «ЛУКОЙЛа» по \$56 за штуку (\$2,38 млрд. за весь пакет) и выпустил кредитные ноты на эти бумаги, которые были куплены самой нефтяной компанией и структурами В. Алекперова. Последняя приобрела ноты на \$1,4 млрд., что эквивалентно 2,9% акций, при этом у «ЛУКОЙЛа» появился опцион на выкуп этих бумаг, параметры которого стали известны вчера. «ЛУКОЙЛ» сможет купить свои акции до сентября 2011 года по рыночной цене, но не дороже \$56 за штуку. Но при цене ниже \$50 за акцию, опцион считается недействительным. Сейчас акции компании торгуются на уровне \$54,6. Некоторые эксперты считают цену в \$50 за акцию уровнем поддержки, объясняя это тем, что «ЛУКОЙЛ», который заинтересован в получении 2,9% своих акций, не допустит падения котировок. Однако заметим, что если «ЛУКОЙЛ» действительно хотел бы получить 5% своих акций, то схема сделки могла бы быть проще и без участия структур В. Алекперова.
- «Газпром» сообщил, что стоимость проекта «Южный поток» составит €15,5 млрд. «в нынешних ценах» (€5,17 млн. за километр), это без учета затрат на расширение существующей ГТС. Проектная мощность трубопровода составляет 63 млрд. куб.м., а строительство первой очереди должно закончиться к декабрю 2015 года.
- Eurosibenergo O. Дерипаски готов купить у «Норникеля» около 79% акций «ОГК-3» за \$2 млрд., что близко к рыночным котировкам. Однако «Норникель» ранее заявил о том, что готов продать 79% «ОГК-3» «Интер РАО». Скорее всего, предложение Eurosibenergo будет отвергнуто, и это может стать дополнительным аргументом О. Дерипаски в борьбе с В. Потаниным: его предложение предусматривает оплату деньгами, что выгоднее для миноритариев.

## Местное:

- «Интерфакс» пишет, что фонд Lazard Emerging Markets Equity Portfolio в третьем квартале 2010 года увеличил свою долю в «Уралкалии» на 0,05% до 1,65%. Кроме «Уралкалия», из российских бумаг управляющая компания Lazard в своих фондах держит 2,3% акций «МТС», 0,9% «ЛУКОЙЛа» и 1,56% «Магнита».

## Конъюнктура рынков:



	Рын. кап. \$ млн.	Абсолютное изменение, %				С начала года	P/E		EV/EBITDA	
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.		09	10П	09	10П
<b>НЕФТЬ И ГАЗ</b>										
Газпром	130 910	0.77	3.99	2.73	3.42	-4.80	5.31	4.68	5.21	4.19
Новатэк	25 829	0.50	0.68	5.96	65.62	57.73	31.36	20.65	22.13	14.61
Роснефть	69 994	-0.61	-0.87	-4.38	-15.25	-17.33	10.23	6.89	6.25	4.72
ЛУКОЙЛ	46 919	3.43	2.24	-0.55	0.90	2.62	6.69	5.67	3.89	3.61
Газпром нефть	18 759	0.56	-0.98	3.40	-21.63	-23.74	6.23	5.81	5.01	4.40
Сургутнефтегаз	33 542	-0.31	-0.22	-3.28	10.09	10.38	9.13	7.18	-	2.20
ТНК-ВР	36 893	-0.61	4.68	19.42	42.20	42.61	7.13	5.94	4.69	4.03
Татнефть	10 238	-0.82	-1.50	0.10	2.25	6.10	5.95	6.23	4.70	4.66
<b>БАНКИ</b>										
Сбербанк	69 641	0.98	3.40	-0.12	42.99	22.38	90.27	16.15	-	-
ВТБ	33 232	-0.89	-0.79	-3.19	53.71	44.43	-	19.20	-	-
<b>ЭНЕРГЕТИКА</b>										
ОГК-1	1 564	0.18	3.56	-0.36	56.29	50.14	15.81	14.69	13.00	7.63
ОГК-2	1 834	1.32	4.62	6.32	116.54	92.69	53.00	24.48	22.57	12.29
ОГК-3	2 522	0.06	2.07	1.95	13.18	14.33	18.56	22.35	10.15	11.37
ОГК-4	6 243	3.79	11.58	21.85	105.06	92.90	35.79	23.65	22.12	15.55
ОГК-5	3 185	-0.63	3.27	8.98	27.87	32.34	31.46	25.67	16.52	12.85
ОГК-6	1 352	0.08	2.72	3.93	92.29	76.84	17.51	26.36	10.78	12.53
ТГК-9	1 218	0.00	-2.00	0.51	70.43	56.80	9.69	8.76	7.02	4.34
Русгидро	15 094	1.41	2.61	4.70	44.78	45.16	15.56	12.11	9.11	7.54
ИнтерРАО	4 403	2.35	6.67	3.50	35.93	-0.26	-	27.67	-	11.09
ФСК	14 276	1.11	1.11	-1.62	-2.93	14.42	-	17.04	-	8.30
<b>ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ</b>										
Ростелеком	3 219	0.75	0.53	0.50	-19.90	-6.23	27.71	27.83	6.61	7.15
МТС	16 058	0.08	-0.17	1.62	11.52	14.62	15.99	9.86	4.63	4.02
<b>МЕТАЛЛУРГИЯ</b>										
ГМК Норникель	36 675	1.56	3.48	8.22	47.99	43.12	14.11	7.77	8.69	5.52
НЛМК	22 331	-2.28	-2.62	7.90	31.23	27.89	103.84	17.81	16.94	10.06
ММК	11 022	-0.06	2.22	1.91	34.02	24.28	47.51	21.19	13.38	8.19
Северсталь	14 300	-0.04	0.83	4.38	93.77	76.73	-	102.04	21.17	7.50
Мечел	9 768	0.10	-0.22	2.42	58.15	52.60	132.47	15.35	25.31	8.68
Белон	910	0.16	-1.54	-4.84	33.71	32.57	35.28	8.22	14.03	5.17
Распадская	4 678	-1.05	5.17	6.43	43.22	29.17	40.12	18.23	18.98	11.63
Полюс золото	10 775	1.17	0.27	15.15	9.12	12.26	33.50	22.88	20.17	14.33
Полиметалл	7 220	0.58	7.45	16.71	100.41	101.68	75.21	39.98	31.75	23.40
<b>УДОБРЕНИЯ</b>										
Уралкалий	11 527	-1.52	-0.36	11.50	22.31	36.36	40.10	20.31	22.75	14.33
Сильвинит	6 464	-0.19	2.09	20.32	19.18	10.19	19.43	12.95	11.49	9.30
Акрон	1 440	-0.31	2.55	5.63	6.20	10.71	6.43	9.15	10.87	7.35
<b>ПРОЧИЕ</b>										
Аэрофлот	2 814	-0.47	1.94	4.24	77.13	51.31	31.55	16.77	10.15	7.25
Седьмой континент	590	-0.12	-1.36	-0.72	7.53	8.39	16.18	13.87	6.93	6.47
Магнит	10 243	0.39	1.15	1.14	88.68	67.95	37.23	30.55	22.06	17.13
ПИК	1 834	-0.55	2.45	0.73	-3.17	-4.97	-	2.44	-	-
Система Галс	340	-0.86	5.65	14.53	4.34	12.50	-	-	-	-
ЛСР	2 875	0.56	1.43	1.79	69.88	52.24	19.34	19.92	7.91	9.26
<b>МИРОВЫЕ РЫНКИ</b>										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года				
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.					
Индекс S&P	1180.6	-0.61	-1.44	-0.32	6.47	5.87				
Индекс РТС	1594.3	-0.24	-0.44	-0.38	12.56	10.36				
USD/EUR	1.3 015	-0.18	-2.66	-6.37	-13.77	-9.18				
RUB/USD	31.54	-0.22	-0.78	-2.35	-7.88	-4.77				
RUB/EUR	41.05	-0.04	1.68	4.29	6.84	4.92				
Золото, \$ Oz	1389.9	0.12	1.21	2.75	16.10	26.52				

Данные Bloomberg

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.