

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 2 декабря 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ГАЗПРОМ ао	182.49	4.8
Новатэк ао	279.52	4.1
Магнит ао	3756	3.4
Сургнфгз-п	14.906	3.4
ЛУКОЙЛ	1790	3.2
ОГК-3 ао	1.723	2.9
Уркалий-ао	175.44	2.8
СевСт-ао	457.12	2.5
Роснефть	212.48	2.3
Газпрнефть	127.6	2.3
ММК	31.85	2.1
РБК ИС-ао	38.19	2
ВТБ ао	0.102	2
Сбербанк	103.34	1.8
ГМКНорник	6161	1.8
Сургнфгз	30.028	1.4
Ростел -ап	78.38	1.4
Сбербанк-п	75.22	1.2
МТС-ао	256.03	0.8
Татнфт Зап	78.2	0.6
Ростел -ао	140	0.6
Система ао	26.34	0.2
Татнфт Зао	148.68	0.1
УралСви-ао	1.378	-0.1
ОГК-5 ао	2.835	-0.2
Транснф ап	40900	-0.2
ФСК ЕЭС ао	0.365	-0.3
ПолюсЗолот	1767.9	-0.4
РусГидро	1.638	-0.8
Аэрофлот	79.2	-1

В первый день зимы индекс ММВБ скакнул на 2.3%, до нового рублевого посткризисного максимума. Последний раз индекс был на этих на уровнях 23 июля 2008 года. Долларовый индекс РТС выглядит менее оптимистично, на 3% ниже максимумов апреля.

Любой рост в районе зимы некоторые люди склонны называть «новогодним ралли», хотя мы не верим в явную сезонность. После бурного роста 2009 года, движения в этом кажутся вялыми (хотя абсолютный размах небольшим никак не назовешь). Восстановление в 2010 году застопорилось, то ли из-за PIIGS, то ли из-за замедления мировой экономики во втором полугодии. Но мы уверены, что это временная остановка, и мы крайне оптимистичны в отношении будущего направления акций. В этом смысле вчерашний рост является закономерным. Конечно, нельзя делать больших выводов из однодневного движения.

Вчерашний рынок логичен еще и потому, что лидерами оказались «ЛУКОЙЛ» и «ГАЗПРОМ», стоимость которых мы отказываемся понимать. С нашей точки зрения, мультипликатор P/E в районе 5 по этим бумагам это кричащая рыночная ошибка, которая рано или поздно исправится. Среди ликвидных акций эти бумаги должны показать лучший рост в ближайшие пару лет. Вчерашнее движение «Газпрома» кто-то может связывать с продажей 2.7% пакета E.ON «Внешэкономбанку» и заявлениями о реализации 0.8% на рынке (см. далее). Но мы не считаем этот пакет принципиальным с точки зрения длинных перспектив акций монополии (мы осознаем, что не все с нами

согласятся).

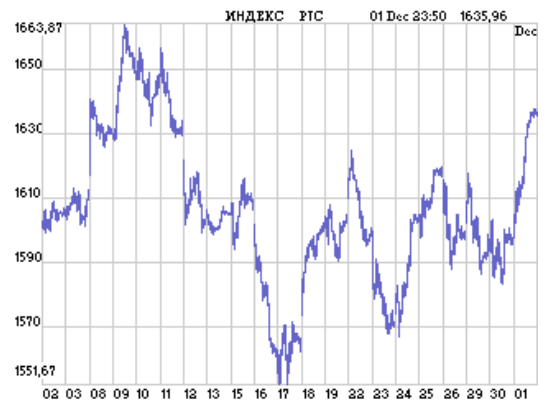
Движение России было не уникальным, практически все ведущие фондовые индексы мира вчера выросли больше 2%. Большой рост показали периферийные страны Европы. Испания поднялась на 4.4%, Греция +3.7%, Португалия +3%. Вчера произошел некоторый откат котировок кредит-дефолт свопов проблемных стран с позавчерашних максимумов (см. график справа по 5-ти летним контрактам Португалии).

Поведение финансовых рынков и экономики недавно и вообще в этом году, с нашей точки зрения, развенчивает некоторые мифы.

Миф первый: dollar debasement. С ноября ФРС приступила ко второй волне «количественного расширения» (quantitative easing или QE-2) с целью поднять инфляцию (базовый показатель октября находится на 0.6% - минимум с 50-х годов, желаемая инфляция составляет 2%) и целью реанимировать экономику. С нашей точки зрения, то, что делает Бен Бернанке вполне логично вписывается в законодательный мандат, выданный Конгрессом (занятость и стабильность цен), но также соответствует представлениям мейнстрим-экономистов о том, как должна работать монетарная политика. Конечно, в том, что делает ФРС с QE-2 есть элементы непредсказуемого и непознанного. Эксперимент по расширению денежно предложения в условиях нулевых ставок (ловушки ликвидности) проводился лишь однажды в Японии 2001-2005 в годах.

Поскольку подобная политика раньше не проводилась, она может пугать как все новое, и может принести неожиданные и нежелательные последствия. В этом смысле ФРС находится в uncharted area / terra incognita. Одно дело

Рынки накануне:



– теоретические представления академиков, другое – практическое воплощение. В этом смысле мы понимаем озабоченность.

Но сразу после того как ФРС заявила о том, что грядет новая волна ликвидности поднялась неконструктивная, с нашей точки зрения, критика. Одни стали заявлять, что ФРС пытается обвалить доллар, снизить его покупательную способность. Использовался термин времен металлического стандарта «currency debasement», когда валюты действительно опирались на «базу» - золото или серебро. Периодические девальвации того времени и были тем самым «debasement». Этот термин, с нашей точки зрения, не является подходящим ни в коей мере. Многие люди до сих пор под влиянием стереотипов того времени, и не до конца (с нашей точки зрения) понимают суть ничем не обеспеченных «декретных денег» (fiat currency).

ФРС, как любой центральный банк, сейчас может увеличивать или уменьшать предложение национальной валюты, преследуя свои, вполне легитимные цели. В QE-2 нет ничего предрассудительного, это не предвещает ни обвала доллара, ни «избавления от долгов посредством инфляции», что не говорили бы сторонники теорий катастроф и заговоров. Мы хотим напомнить, что ФРС находится в состоянии нулевых ставок и избыточных банковских резервов, начиная с краха Lehman-а, с осени 2008 года. Тогда тоже было много разговоров о том, что ФРС ведет доллар к краху, тогда как финансовые рынки показали, что это совсем не так.

ФРС просто хочет вернуть инфляцию на желаемую траекторию, на уровень около 2% по core CPI. Как только этот уровень будет достигнут и, тем более, превысит, ФРС будет изымать избыточное долларовое предложение (exit strategy). Так что действия ФРС не предвещают никаких бед, напротив мы видим только благо. Дефляция в условиях рецессии - это нежелательное явление, сдерживающее рост потребления, создающее нежелательные ожидания, перераспределяющее богатство в пользу держателей долгов.

Миф второй: валютные войны (currency wars). Еще один образчик странного посткризисного мышления – валютные войны. Вопреки некоторым ожиданиям, начало QE-2 в США привело ни к падению доллара в мире, а к его росту. За ноябрь номинальный индекс доллара (U.S. Dollar Index (DXY) к основным валютам мира вырос на 5.1%, а к евро поднялся на 6.7%. Можно, конечно сослаться на проблемы периферийной Европы, но доллар рос (или не падал) по сравнению с другими валютами.

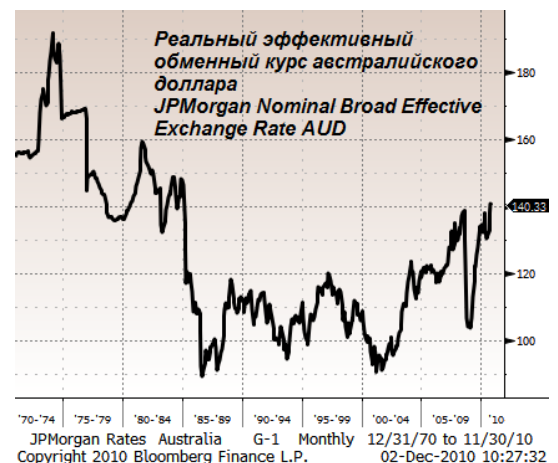
Термин «валютные войны» запустил экономист Оливье Бланшар из МВФ, в интервью CNN 6 ноября. Мы прочитали выступление и считаем, что со стороны Бланшара не было сказано ничего дельного в пользу того, что войны уже идут (он говорил, что их не нужно допустить). В это же время Китай высказал свое недовольство тем, что делает ФРС, видя в этом угрозу своим вложениям в доллары. И тут журналисты раздули пожар из ничего, и в умах многих людей возник образ воюющих государств, проводящих конкурентные девальвации.

Ничего подобного не наблюдается и мир точно туда не движется. Есть некоторые страны, которые придерживаются политики фиксированного курса, яркий представитель – Китай. Это действительно является источником мировых дисбалансов и, похоже, было одним из факторов кризиса, обеспечив избыток сбережений в мире (savings glut), способствуя раздуванию пузыря недвижимости в США. Мы считаем, что привязка валют дестабилизирует экономики и являемся сторонниками свободных курсов.

Есть ряд валют, которые сильно укрепились, превысили докризисные максимумы, например, австралийский доллар (см. индекс справа). Конечно, такие страны могут быть недовольны этой динамикой и видеть в этом угрозу экономике. Некоторые страны проводят интервенции, но если эта страна имеет открытые рынки капитала и выбирает путь собственной монетарной политики, то ей приходится оставить надежды регулировать свой обменный курс. Мы отказываемся видеть где-либо «валютные войны». Страны, которые раньше имели привязанные валюты остаются такими, помимо них больших манипуляций валютами не видно.

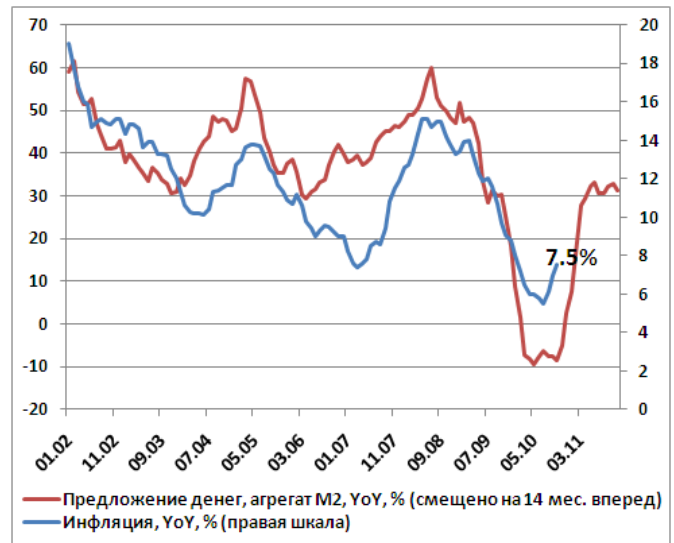
Миф третий: «новая норма» (New Normal). В 2009 году известный портфельный управляющий из PIMCO Билл Гросс выдвинул идею, что мир ожидает «новая норма». Если в предыдущие годы мир мог показывать темпы роста ВВП в 4%, то после кризиса ожидалось низкие темпы роста под 2% или ниже. Финансовые рынки, по его мнению, должны были приносить меньшую доходность, это касалось как акций, так и облигаций. Нельзя сказать, что это предположение возникло на пустом месте – есть исторический пример – Япония, которая после краха пузыря активов в 1989-90-м получила «потерянное десятилетие» с блеклыми темпами роста, так контрастирующими с эпохой послевоенного «японского экономического чуда». Но это – все.

Похоже, что и эта идея оказалась ложной. Развивающиеся страны Китай и Индия продолжают расти на всех парах. Рост в развитых странах пока остается анемичным, но сейчас это воспринимается как временное явление. Фондовые рынки также неплохо восстанавливаются. Пессимизм Гросса, похоже, был неоправдан.



Вкратце:

- Росстат сообщил, что инфляция в России с начала года по конец ноября составила 7,6%. Для сравнения, в прошлом году инфляция за тот же период составила 8,4%. Данные в годовом исчислении не приводятся (будут опубликованы чуть позднее). Однако налицо ускорение инфляции, которая в октябре в годовом выражении выросла до 7,5%. По итогам 2010 года мы ожидаем инфляцию в 8-8,5%, что связано с ростом предложения денег. По словам А. Улюкаева, со второго квартала 2011 года повышательный тренд может смениться понижительным.
- Российский Центробанк намерен инвестировать часть резервов в австралийский доллар. Напомним, что год назад ЦБ заявил о своих намерениях инвестировать в канадский доллар, однако сами вложения начались только в конце ноября этого года. Возможно, что и с австралийским долларом будет то же самое. Сейчас структура международных резервов выглядит следующим образом: 47% - доллары США, 41% - евро, 10% - британский фунт и 2% - иена.
- «ЛУКОЙЛ» рассчитывает на сотрудничество с победителем конкурса на нефтяные месторождения им. Тресса и Титова (скорее это будет «Башнефть»). Напомним, что «ЛУКОЙЛ» имеет развитую инфраструктуру в этой нефтяной провинции, однако компания была отстранена от участия в конкурсе. Поэтому «ЛУКОЙЛ» считает, что оператор этих месторождений захочет использовать лукойловскую инфраструктуру в этом регионе.
- В. Алекперов в своем интервью заявил, что «ЛУКОЙЛ» на фоне давления со стороны ФАС подумывает о том, чтобы выйти из топливного бизнеса. Также глава компании высказался по поводу возможного увеличения пошлин на нефтепродукты (сейчас в правительстве обсуждается идея повышения ставки до 60% от нефтяных пошлин как на светлые, так и на темные нефтепродукты). По его словам, «если экспортные пошлины на нефтепродукты будут повышены, на Урале, как в прежние времена, будет продаваться бензин из Греции». Заметим, что сейчас в России ежегодно производится 236 млн. тонн нефтепродуктов, из которых половина экспортируется. Таким образом, рост пошлин снизит привлекательность экспорта нефтепродуктов, и не исключено, что «ЛУКОЙЛ» усилит свои акценты на свои зарубежные проекты.
- Е. Оп объявил о продаже 3,5% акций «Газпрома». 2,7% акций выкупит ВЭБ (соглашение между сторонами уже есть), а 0,8% реализовано на рынке. Если исходить из котировок на ММВБ за последние дни, то за 0,8% Е. Оп мог выручить €800млн. Не исключено, что 0,8% «Газпрома» были проданы еще раньше, так как для ВЭБа найти еще €800 млн. не проблематично. Напомним, что год назад немецкая компания объявила о продаже непрофильных активов на €15млрд. евро, чтобы снизить долг и привлечь средства для новых инвестиций. В число непрофильных активов попали и 3,5% акций «Газпрома».
- «РБК daily» пишет, что Ассоциация по защите прав инвесторов обратилась к главе МЭРа Э.Нибиуллиной с просьбой не мешать реформе «Связьинвеста». По их мнению, приостановка объединения МРК к «Ростелекому» негативно скажется на капитализации всех компаний в этом секторе, но сильнее всего пострадает «Ростелеком», который на 90% принадлежит государству. Ассоциация признает, что коэффициенты обмена акций МРК в «Ростелеком» были завышены в пользу последнего, однако они не против этого. Заметим, что против приостановки реорганизации высказался и сам «Связьинвест».



Местное:

- «ЛУКОЙЛ» намерен вложить \$1 млрд. в развитие «ЛУКОЙЛ-Пермнефтеоргсинтез». По словам В. Алекперова, к 2014 году ПНОС станет одним из самых современных заводов в России и Европе. Всего в течение пяти лет нефтяная компания намерена инвестировать в свои проекты в Пермском крае более \$4 млрд. Также «ЛУКОЙЛ» создаст в Перми крупнейший учетно-бухгалтерский центр, который будет обслуживать 80% организаций, входящих в «ЛУКОЙЛ».
- «Новый компаньон» со ссылкой на исследование Knight Frank пишет, что Пермь еще не достигла насыщения торговыми центрами. Однако с учетом планов девелоперов к 2014 году этот потенциал будет исчерпан.

Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&P 500



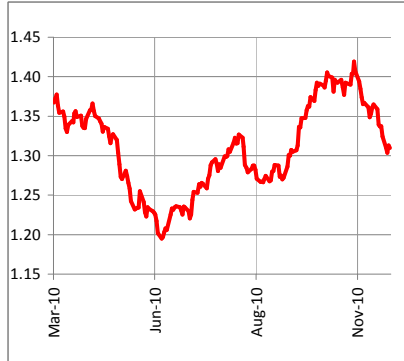
Индекс Shanghai SE Composite



Курс RUB/USD



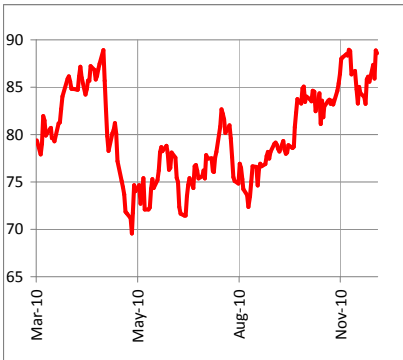
Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



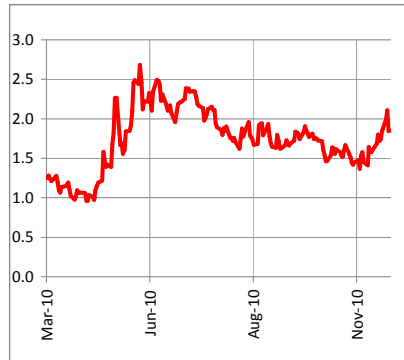
Никель, \$/тонна



Сталь, \$/тонна



Спрэд дефолта евробл.RF2030



Индекс рублевых облигаций



*Включает реинвестирование купонов

	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	
НЕФТЬ И ГАЗ											
Газпром	137 809	4.74	7.30	7.38	9.20	-0.29	5.59	4.94	5.41	4.36	
Новатэк	27 087	4.34	3.32	9.46	72.43	64.57	32.89	21.65	23.15	15.28	
Роснефть	71 749	1.99	-0.41	-2.41	-14.53	-15.69	10.49	7.06	6.38	4.81	
ЛУКОЙЛ	48 549	2.95	3.55	1.80	3.72	5.64	6.92	5.79	3.99	3.69	
Газпром нефть	19 263	2.16	0.62	4.59	-21.29	-22.09	6.39	5.97	5.11	4.49	
Сургутнефтегаз	34 126	1.23	0.93	-1.74	11.53	11.73	9.29	7.30	-	2.28	
ТНК-ВР	37 792	2.44	5.44	16.13	45.66	46.09	7.30	6.08	4.80	4.12	
Татнефть	10 320	0.29	-0.48	0.26	3.43	6.41	6.00	6.28	4.92	4.88	
БАНКИ											
Сбербанк	71 152	1.65	2.20	0.94	44.82	24.40	92.23	16.44	-	-	
ВТБ	34 002	1.80	-0.68	-1.63	56.47	47.03	-	19.64	-	-	
ЭНЕРГЕТИКА											
ОГК-1	1 592	1.27	3.23	2.01	55.63	52.04	16.09	14.95	13.19	7.74	
ОГК-2	1 899	3.00	5.94	10.44	121.95	98.47	54.87	25.34	23.21	12.63	
ОГК-3	2 606	2.81	4.17	3.92	17.46	17.54	19.18	23.09	10.81	12.10	
ОГК-4	6 229	-0.74	9.46	21.28	104.62	91.48	35.71	23.60	22.07	15.51	
ОГК-5	3 187	-0.46	1.14	8.11	27.06	31.73	31.48	25.69	16.53	12.85	
ОГК-6	1 388	2.12	2.51	6.64	94.66	80.59	17.97	27.05	10.99	13.15	
ТГК-9	1 249	2.04	0.00	3.90	66.67	60.00	9.94	8.98	7.21	4.46	
Русгидро	15 070	-0.67	-1.44	4.46	44.83	44.19	15.54	12.09	9.10	7.53	
ИнтерРАО	4 388	-0.83	0.00	3.20	28.65	-1.09	-	27.58	-	11.06	
ФСК	14 309	-0.27	-0.27	-1.62	-1.89	14.11	-	17.08	-	8.31	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ											
Ростелеком	3 251	0.48	0.91	1.02	-18.12	-5.78	27.99	28.10	6.69	7.23	
МТС	16 264	0.77	0.02	0.53	11.63	15.51	16.19	9.98	4.68	4.06	
МЕТАЛЛУРГИЯ											
ГМК Норникель	37 380	1.41	1.75	9.11	45.63	45.13	14.38	7.92	8.85	5.62	
НЛМК	22 978	2.37	-0.55	11.25	31.26	30.93	106.85	18.32	17.40	10.33	
ММК	11 360	2.54	2.43	3.57	37.15	27.43	48.96	21.84	13.71	8.39	
Северсталь	14 661	2.01	1.62	6.31	93.33	80.28	-	104.63	21.57	7.64	
Мечел	10 111	2.98	1.56	4.38	58.79	57.15	137.12	15.89	25.82	8.85	
Белон	940	2.85	2.23	-2.21	37.73	36.34	36.47	8.50	14.36	5.29	
Распадская	4 994	6.20	9.03	16.33	52.05	37.18	42.83	19.46	20.22	12.39	
Полюс золото	10 736	-0.87	0.52	13.37	6.55	11.28	33.38	22.79	20.09	14.28	
Полиметалл	7 174	-1.13	5.63	16.85	98.31	99.40	74.74	39.73	31.56	23.26	
УДОБРЕНИЯ											
Уралкалий	11 870	2.46	-1.04	13.73	22.72	39.71	41.30	20.92	23.42	14.75	
Сильвинит	6 523	0.40	0.20	20.59	18.93	10.64	19.61	13.07	11.58	9.37	
Акрон	1 492	3.11	5.01	9.67	9.10	14.16	6.66	9.48	11.11	7.52	
ПРОЧИЕ											
Аэрофлот	2 803	-0.90	-0.45	4.46	76.00	49.94	31.42	16.71	10.12	7.23	
Седьмой континент	594	0.14	-1.02	-1.65	7.77	8.54	16.29	13.96	6.96	6.50	
Магнит	10 650	3.44	4.39	6.92	93.01	73.73	38.70	31.76	22.88	17.76	
ПИК	1 886	2.30	2.71	3.89	-1.50	-2.78	-	2.51	-	-	
Система Галс	347	1.34	6.85	16.32	5.43	14.01	-	-	-	-	
ЛСР	3 018	4.46	5.75	7.64	77.81	59.04	20.31	20.91	8.21	9.61	
МИРОВЫЕ РЫНКИ											
		Абсолютное изменение, %									
	Последнее значение	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года					
Индекс S&P	1206.1	2.16	2.15	1.05	8.73	8.16					
Индекс РТС	1636.	0.18	1.13	1.98	15.54	13.25					
USD/EUR	1.3 098	-0.24	-2.07	-6.68	-12.94	-8.60					
RUB/USD	31.38	-0.06	-0.72	-2.00	-6.44	-4.29					
RUB/EUR	41.1	0.19	1.38	4.95	7.46	4.79					
Золото, \$ Oz	1392.05	0.09	1.24	2.61	15.08	26.71					

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.