

Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 10 декабря 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

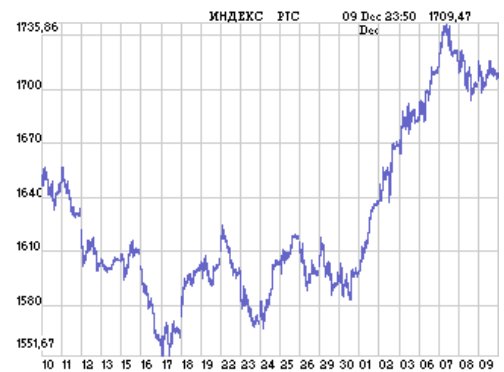
Бумага	Посл.	%
Уркалий-ао	209	4.5
СевСт-ао	517.28	2.5
ММК	34.2	2.2
ГМКНорник	6566.5	1.4
ГАЗПРОМ ао	192.83	1.0
РБК ИС-ао	42.43	0.9
Магнит ао	4080	0.7
Сургнфгз	30.201	0.7
Транснф ап	41550	0.7
Татнфт Зап	80.79	0.7
Сургнфгз-п	15.51	0.6
Сбербанк-п	74.5	0.5
Газпрнефть	132.07	0.5
Аэрофлот	83.99	0.4
ЛУКОЙЛ	1785.2	0.3
РусГидро	1.625	0.3
Новатэк ао	306.25	0.1
ФСК ЕЭС ао	0.363	0.0
ПолюсЗолот	1880	0.0
Сбербанк	104.63	0.0
МТС-ао	254.99	-0.2
УралСви-ао	1.366	-0.2
Система ао	26.12	-0.3
Роснефть	215.86	-0.3
Татнфт Зао	148.92	-0.5
ОГК-3 ао	1.662	-0.5
ВТБ ао	0.1013	-0.6
Ростел -ао	144.48	-0.8
ОГК-5 ао	2.89	-1.4

Индекс ММВБ вчера вырос на 0.64% вслед за мировыми рынками. Лидируют акции черной металлургии и «Уралкалий», обновивший посткризисный максимум.

Американские рынки ползут вверх третий день подряд. Комментаторы связывают это с политикой США, где Барак Обама на этой неделе заявил о продлении на два года бушевских сокращений налогов. Наряду со второй волной QE-2 от ФРС это добавляет оптимизм инвесторам. По итогам этого года акции в США выросли на 11%.

Известная и большая управляющая компания PIMCO вчера повысила прогноз развития экономики США в 4-м квартале до уровня 3-3.5%. В течение последних двух лет эта управляющая компания придерживалась прогноза «new normal». Под ним подразумевался «японский сценарий» «потерянного десятилетия», экономика этой страны после краха пузырей акций и недвижимости росла крайне медленными темпами, так контрастировавшими с бурным ростом после 2-й Мировой - «японским экономическим чудом». Поступающие данные об американской и мировой экономике говорят, что этот сценарий не реализуется. Возможно, влияют активные меры, предпринимаемые правительством США, и, в особенности, ФРС. В свое время многие экономисты критиковали Центробанк Японии за не слишком активную позицию, слишком жесткую политику в начале кризиса и недостаточно мягкую во время рецессии. В частности, Япония пошла на раунд QE только в 2001-2005 году, что слишком поздно, через 10 лет после начала кризиса. Конечно, Япония - это первопроходец, на ее ошибках учатся и Штаты, похоже, удастся не повторять ее ошибок.

Рынки накануне:



Тем не менее, обстановка в мире не самая простая. Вчера агентство Fitch понизило рейтинг Ирландии с A+ до BBB+ (даже после спасения от дефолта и европейского «бейлаута», он на одну ступень выше, чем у России!). Китай объявил, что торговый профицит страны оказался выше, чем ожидалось – в ноябре это \$22.9 млрд. Что вновь провоцирует рассуждения о том, что юаню не мешало бы укрепиться. Также есть рассуждения, что власти Китая пойдут на повышение ставок. В настоящее время азиатские акции слегка откатились вниз.

Курс рубля к доллару оказался ниже уровня 31 руб./\$. Также продолжает укрепляться «бивалютная корзина» (мы не видим большого смысла в этом изобретении ЦБ РФ, приводим ее скорее справочно), на 1 рубль (-3%) с максимумов начала ноября. Мы продолжаем ожидать укрепления рубля и считаем, что для этого есть все основания. Отток частного капитала в сентябре нами расценивается как временное явление, капитал не может утекать постоянно и очень вероятно, что в 2011 году мы увидим обратное явление – приток капитала в Россию. Используемая в обиходе терминология вводит в заблуждение, поскольку простое гашение иностранных валютных кредитов российскими предприятиями будет выглядеть как «отток» и, наоборот, займы из-за рубежа как «приток». Эти слова не означают (как кто-то может подумать) бегство капитала из «путинской России» по каким-либо причинам, хотя в конце 2008 года отток действительно представлял себя бегство капитала из рублевой зоны в долларовую.

На графике ниже мы приводим эволюцию зарплат в России, выраженную в долларах. Мы скорректировали официальные данные на сезонность, чтобы декабрьские «выбросы» не вводили в заблуждение. С точки зрения экономиста, рассмотрение номинальных величин не является корректным, поскольку 31 руб. за доллар в 2003 году и 31 руб./доллар сейчас это две очень больших разницы. Экономисты оперируют «реальными» величинами, скорректированными на инфляцию. На данном графике мы оперируем номинальными долларами, но, поскольку в долларовой зоне инфляция не велика, то мы можем не обращать на нее большого внимания. Средний россиянин крайне сильно разбогател в течение последнего десятилетия, если измерять в долларах. В начале 1999 года средняя

зарплата была близка к \$55/месяц, чуть больше \$1.8 в день, что ставило россиян примерно на один уровень доходов с некоторыми странами Африки. Сейчас средняя зарплата составляет \$700/месяц, это \$23 в день, что в 13 раз выше, чем 11 лет назад (!). Соответственно, россияне могут себе позволить куда больше иностранных товаров и услуг, чем раньше. В конце 90-х иномарка казалась россиянам почти несбыточной мечтой, сейчас иномарки кажутся вполне реальными. Вчера мы публиковали данные о покупках соотечественниками легковых автомобилей, которые, похоже, преодолевают докризисные максимумы.

Интересный вопрос: что же случилось такого, что россияне так разбогатели в долларовом выражении? Мы предлагаем взглянуть на умозрительную страну, имеющую постоянный ВВП, равный 100 единицам, и внешний государственный долг, равный 100 единицам. Пусть этот долг гасится в течение 5 лет, что будет отнимать у граждан этой страны 20 единиц валового продукта. Можно представить это как гашение долга производимым страной продуктом. После того как долг будет погашен, ВВП страны останется тем же – 100 единиц. Но после этого продукт будет распределяться по жителям этой страны, то есть возрастет разово на 20%. Что немало.

Примерно похожая ситуация происходила с Россией, когда она гасила долг. Но кроме этого был большой вывоз капитала из России по частной линии, то есть производимый страной капитал менялся на иностранные активы. Но самую большую утечку богатства из страны обеспечил Центральный банк РФ, который имеет сейчас почти \$500 млрд. иностранных активов, за которые было заплачено российским валовым продуктом. Перед кризисом эта величина, напомним, была \$600 млрд., что очень много, если сравнить с ВВП РФ по 2009 года в \$1.3 трлн. по текущему обменному курсу (39 трлн. руб./31 руб./\$). Накопленные резервы означают, что россияне работали-работали и выдавали продукт, который потреблялся за границей в долг.

Как только отток капитала из России прекратится, это означает, при прочих равных, другие пропорции передела пирога, называемого ВВП, он будет доставаться россиянам, а не иностранцам. Как в описанной нами умозрительной экономике, доход на среднего россиянина увеличится.

Конечно, важны цены на нефть, которые многократно выросли за десятилетие. В начале 1999 года баррель стоил меньше \$10, сейчас торгуется около \$90. Кроме этого Россия заметно нарастила добычу и физические объемы экспорта. Но главный фактор не этот - низкая долларовая оценка российских зарплат в 1999-м году была вызвана ужасно заниженным курсом рубля, большим оттоком капитала из России, направляемым на гашение госдолга (на тот момент \$150 млрд.), частным оттоком капитала, и центробанковским оттоком. Как только эти оттоки прекратятся, а мы в этом не сомневаемся, рубль продолжит реальное укрепление. Приведенный график зарплат россиян в долларах должен продолжить расти, хотя большая часть бурного роста пройдена.

Правительство РФ намеревается с 2012 года отправить рубль в свободное плавание, это означает, что ЦБ РФ не будет занижать рубль контроттоком капитала, то есть валютными интервенциями. В этом смысле мы крайне оптимистично смотрим на будущее отечественной экономики.



Но если почитать разномастных комментаторов, то картина преподносится иная. Рост богатства России, как внутренний, так и на внешней арене, считается лишь функцией цен на нефть, чем-то незаслуженным и даже постыдным. Вчера министр финансов Алексей Кудрин заявил, что цены на нефть в течение 3 лет опустятся ниже \$60. Мы уже не раз публиковали прогнозы МЭА и американского DOE, которые предсказывают реальный долгосрочный рост нефти выше \$100/баррель к 2035 году. Тогда как в номинальных цифрах, с учетом ожидаемой долларовой инфляции 2-2.5% в год, это означает цифры более \$200 к этой дате. Конечно, кратковременные колебания возможны, и угадать их трудно. Мы глубоко сомневаемся, что Кудрин или его команда имеют хоть какие-то задатки к прогнозированию цены нефти. Иначе, было бы правильно сменить госслужбу на работу в хедж-фонде. Кудрин не раз давал экстраординарные прогнозы, например, предсказывал падение российских акций в 2009 году. Откровенно попав пальцем в небо. Скорее всего, Кудрин не верит в свои прогнозы, а проводит «словесные интервенции», чтобы повлиять на коллег по правительству с целью сбалансировать бюджет. Тогда это неплохая цель по сути, но достигаемая несправедливым введением в заблуждение.

Еще одна вещь, которая нас раздражает – это непрекращающиеся вопли о том, что российский бюджет не балансируется без нефтегазовых доходов. Вчера Кудин заявил, что нефтегазовые доходы бюджета снизятся к 2020 году до 13% ВВП РФ с 17% в 2009-м. Это вполне реальная вещь, влияние нефти на экономику страны

преувеличено в глазах многих россиян. Доходы, получаемые от нефти это не стыдно, это просто факт. Некоторым странам повезло, что на их территории не было войн, некоторым повезло, что не случилось революций и, что их правительство не устраивало незаконные эксперименты. России в этом не подфартило, но зато повезло с наличием углеводородов. В настоящее время одна из самых богатых стран мира Норвегия, которая после 2-й Мировой войны была на задворках Европы, промышленя селедкой. Великобритания, утратившая мировое лидерство после первой половины 20-го века, также неплохо поднялась на открытии месторождений в Северном море. Мы не являемся абсолютными фанатами Владимира Путина, но видим смысл в его словах, что не следует стыдиться того, что в России добывается нефть и газ. Эта вещь позволит России дальше «подниматься с колен» образца 90-х годов.

Вкратце:

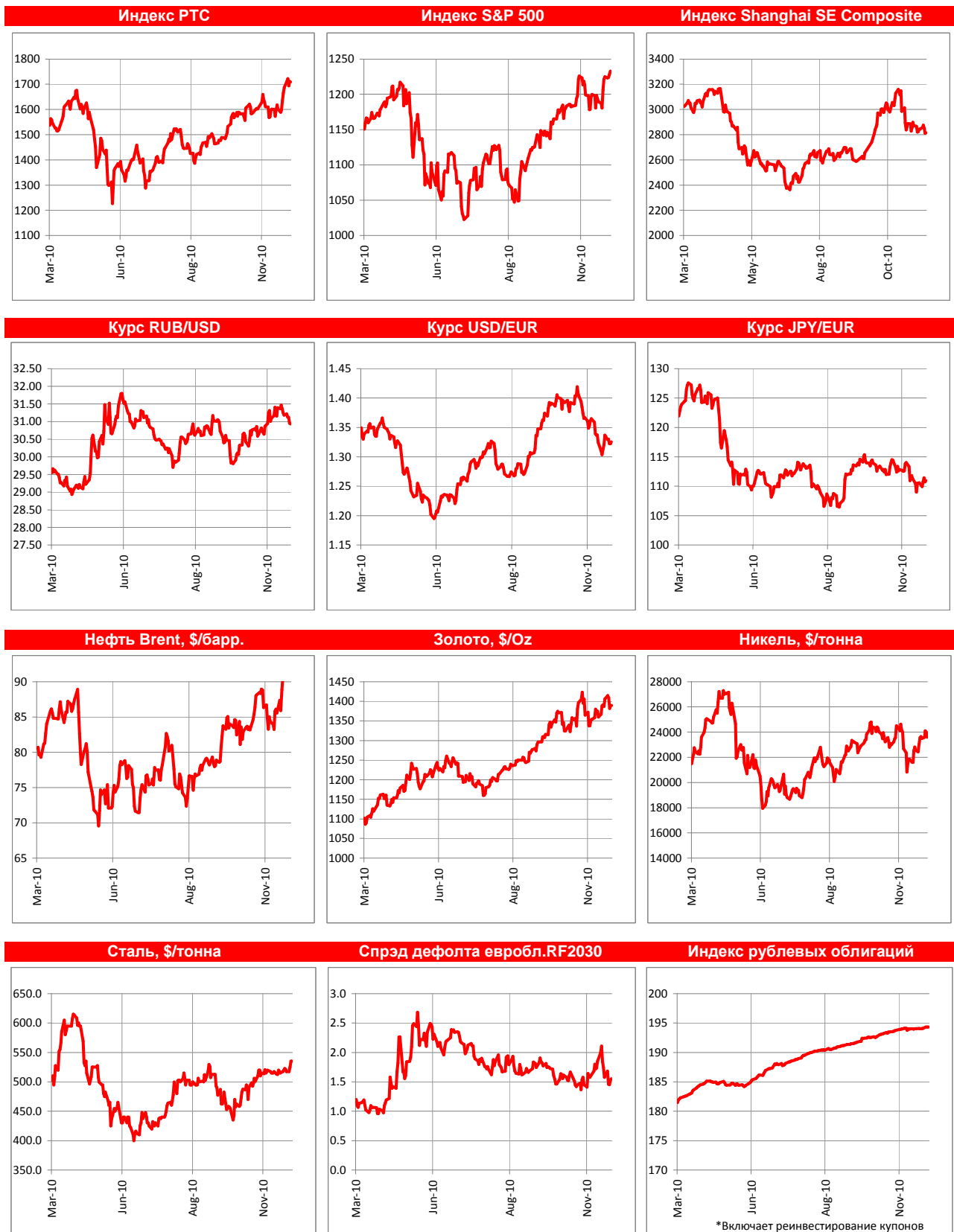
- «ЛУКОЙЛ» объявил о выпуске конвертируемых облигаций на \$1,5 млрд, сроком на 4,5 года. Предусматривается, что в течение этого срока бумаги можно будет обменять на ADR «ЛУКОЙЛа» исходя из цены конвертации в \$73,7 за штуку, что на 30% выше вчерашних рыночных котировок. В итоге весь выпуск можно будет обменять на 2,4% «ЛУКОЙЛа». Также по облигации будет выплачиваться купон в 2,625% годовых. Однако через три года у компании появится возможность досрочно погасить облигации, если акции вырастут более чем на 40% ко вчерашним котировкам. Мы находим бумаги не очень привлекательными с точки зрения инвесторов. По нашим расчетам, порядка 20% стоимости облигации приходится на опцион на покупку акций «ЛУКОЙЛа». Если не принимать во внимание этот опцион, то купонная доходность облигации составит 3,3%, что ниже доходности уже обращающихся еврооблигаций. Таким образом, для «ЛУКОЙЛа» конвертируемые облигации являются достаточно дешевым инструментом для заимствования денег.
- «Руснефть» планирует увеличить добычу нефти к 2017 году до 18,5 млн. тонн (+46% к текущему уровню). Также компания намерена сократить соотношение долга к EBITDA с 5 до 2. Сейчас общий долг компании составляет \$6,6 млрд. По словам главы компании М. Гуцириева, сейчас готовятся соглашения с кредиторами, предусматривающие пролонгацию кредитов и снижение ставок.
- В. Потанин заявил, что сделка по обмену 79% «ОГК-3» на миноритарный пакет «Интер РАО» проработана глубже, чем вариант по продаже доли «Евросибэнерго». Напомним, что обе сделки совет директоров «Норникеля» рассмотрит 16 декабря, но судя по словам В. Потанина, скорее всего, «ОГК-3» будет продана «Интер РАО».
- За прошедшую неделю золотовалютные резервы ЦБ РФ снизились на \$3,1 млрд. до \$481,5 млрд.
- SEC обнаружил инсайдерские сделки в ADR «ВБД» в период с 29 по 1 ноября. Напомним, что 2 декабря Pepsi Co объявил о своих намерениях купить российского производителя соков, что вызвало резкий рост котировок акций. ФСРФ, несмотря на рост активности в «ВБД» за несколько дней до объявления о сделке, признаков инсайда не увидела. По словам В. Миловидова, система автоматического мониторинга «зафиксировала, что 2 декабря был большой объем». Заметим, что это можно увидеть и без какой-либо системы, просто взглянув на график.
- Минэкономразвития увеличит прогноз по росту ВВП на 2011 год. На сколько, пока не уточняется. Напомним, что официальный прогноз ведомства – 4,2%.



Местное:

- «Коммерсант» сегодня пишет, что 7 предприятий края начали работу над созданием индустриальных парков. В их числе «Мотовилихинские заводы», которые готовы принимать заказы у малого и среднего бизнеса по созданию производств по выпуску металлоконструкций.
- Авиакомпания Dexter планирует открыть ежедневные рейсы из Перми в Екатеринбург и обратно. Предполагается, что время в пути составит около 1 часа.
- «Уралалмаз» планирует к 2015 году увеличить добычу алмазов в три раза до 120 тыс. карат за счет внедрения новых технологий. Всего до 2013 года компания намерена инвестировать в новые технологии и производства порядка \$100 млн.

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	
НЕФТЬ И ГАЗ											
Газпром	147 436	1.14	1.72	10.50	16.00	5.16	5.98	5.37	5.68	4.61	
Новатэк	30 071	0.06	8.62	10.31	87.10	80.11	36.51	24.04	25.55	16.86	
Роснефть	74 031	-0.32	-0.41	-2.33	-10.91	-14.24	10.82	7.38	6.56	5.00	
ЛУКОЙЛ	48 932	-0.01	-1.14	0.59	10.76	4.96	6.98	5.82	4.02	3.71	
Газпром нефть	20 201	0.08	2.33	5.24	-22.31	-19.46	6.70	6.26	5.27	4.61	
Сургутнефтегаз	34 904	0.67	-0.65	-1.31	13.76	12.65	9.50	7.76	-	2.46	
ТНК-ВР	40 492	-6.90	7.14	25.58	62.65	56.52	7.82	6.71	5.12	4.48	
Татнефть	10 504	0.08	-0.49	-1.82	10.10	6.77	6.11	6.29	4.99	4.88	
БАНКИ											
Сбербанк	73 006	-0.15	0.91	4.04	40.71	25.84	94.63	15.89	-	-	
ВТБ	34 187	-0.88	-1.56	-4.62	55.99	45.73	-	20.72	-	-	
ЭНЕРГЕТИКА											
ОГК-1	1 664	-3.03	2.67	5.68	58.16	56.66	16.82	16.23	13.68	8.10	
ОГК-2	1 909	-2.38	-1.37	4.94	106.17	96.73	55.17	27.24	23.36	14.12	
ОГК-3	2 550	-0.54	-3.09	0.00	11.33	13.38	18.77	23.04	10.37	13.63	
ОГК-4	6 373	-0.54	-1.29	25.63	109.58	93.14	36.54	23.00	22.60	15.14	
ОГК-5	3 305	-1.40	0.03	12.50	28.10	34.67	32.64	25.63	17.01	12.88	
ОГК-6	1 387	-0.97	-1.19	4.24	83.56	77.91	17.96	26.73	11.00	13.09	
ТГК-9	1 267	0.00	0.00	2.56	73.91	60.00	10.08	9.11	7.33	4.53	
Русгидро	15 156	0.12	-0.73	2.01	41.96	42.96	15.63	12.07	9.15	7.53	
ИнтерРАО	4 508	1.05	1.05	3.38	7.86	0.16	-	33.24	-	12.63	
ФСК	14 515	0.55	-0.27	-1.62	6.12	14.11	-	17.33	-	8.08	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ											
Ростелеком	3 409	-0.83	3.55	3.00	-10.78	-2.60	29.35	30.73	7.09	7.56	
МТС	16 413	-0.48	-1.06	-1.69	13.82	14.91	16.34	10.08	4.71	4.09	
МЕТАЛЛУРГИЯ											
ГМК Норникель	40 501	1.45	1.80	8.98	59.42	55.02	15.58	8.42	9.55	5.97	
НЛМК	27 212	2.20	11.33	19.43	52.94	52.86	126.54	21.78	20.40	12.14	
ММК	12 354	2.15	5.62	5.31	31.16	36.62	53.25	23.67	14.68	8.97	
Северсталь	16 858	2.53	8.32	13.06	116.26	104.36	-	123.98	24.06	8.58	
Мечел	11 140	0.58	4.79	9.45	76.10	70.69	151.08	17.12	27.35	9.32	
Белон	953	-0.54	-0.66	-0.70	36.18	36.18	36.95	8.61	14.50	5.34	
Распадская	5 131	0.23	-1.39	18.91	51.29	38.96	44.01	20.01	20.76	12.81	
Полюс золото	11 570	-0.15	5.45	16.46	18.03	18.22	35.97	24.90	21.66	15.18	
Полиметалл	7 777	-0.57	2.31	17.02	109.63	113.09	81.02	43.18	34.11	25.60	
УДОБРЕНИЯ											
Уралкалий	14 366	4.55	14.78	18.03	48.20	66.69	49.98	25.32	28.24	17.79	
Сильвинит	7 002	1.72	5.12	18.82	17.78	17.08	21.05	14.17	12.29	10.04	
Акрон	1 520	0.21	0.19	7.27	15.04	14.65	6.79	9.38	11.24	7.58	
ПРОЧИЕ											
Аэрофлот	3 015	0.48	4.49	11.94	89.89	59.01	33.80	18.00	10.62	7.58	
Седьмой континент	607	0.56	0.18	-1.27	17.17	9.38	16.65	14.18	7.06	6.55	
Магнит	11 736	1.66	7.63	17.33	86.35	88.73	42.65	34.99	25.06	19.46	
ПИК	2 001	0.44	4.16	8.36	7.05	1.69	-	2.66	-	-	
Система Галс	344	-0.84	-0.34	14.68	3.75	11.41	-	-	-	-	
ЛСР	3 337	-0.48	6.14	15.32	98.02	73.35	22.46	23.12	8.87	10.38	
МИРОВЫЕ РЫНКИ											
		Абсолютное изменение, %									
	Последнее значение	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года					
Индекс S&P	1233.	0.38	0.94	1.17	11.85	10.57					
Индекс РТС	1709.5	-0.12	1.29	4.43	26.44	18.33					
USD/EUR	1.3 254	0.24	-0.86	-3.52	-9.90	-7.52					
RUB/USD	30.94	0.06	0.79	-0.78	-1.66	-2.91					
RUB/EUR	40.99	-0.31	1.68	2.87	9.21	5.08					
Золото, \$ Oz	1389.85	0.04	-1.17	-0.39	23.30	26.51					

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.