

## Оперативный обзор фондового рынка

понедельник, 15 ноября 2010 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Ростел -ап	79	1.1
РБК ИС-ао	36.77	0.7
Аэрофлот	75.2	0.7
Ростел -ао	139.9	0.6
Уркалий-ао	174.6	0.6
Сбербанк-п	68.38	0.5
ОГК-3 ао	1.679	0.4
ВТБ ао	0.106	0.4
Магнит ао	3465	0.3
Сургнфгз-п	14.76	0.1
ОГК-5 ао	2.555	0
<b>Транснф ап</b>	<b>39195</b>	<b>0</b>
<b>ГАЗПРОМ ао</b>	<b>171.7</b>	<b>-0.1</b>
<b>Сбербанк</b>	<b>97.8</b>	<b>-0.1</b>
МТС-ао	255.7	-0.3
РусГидро	1.577	-0.3
<b>Роснефть</b>	<b>216.8</b>	<b>-0.3</b>
Татнфт Зап	76.7	-0.4
Система ао	26.7	-0.5
<b>ЛУКОЙЛ</b>	<b>1731</b>	<b>-0.6</b>
<b>ГМКНорник</b>	<b>5860</b>	<b>-0.8</b>
<b>Газпрнефть</b>	<b>124</b>	<b>-0.8</b>
УралСвИ-ао	1.248	-0.8
ФСК ЕЭС ао	0.364	-0.8
<b>Сургнфгз</b>	<b>29.67</b>	<b>-1</b>
ММК	30.36	-1.3
ПолюсЗолот	1597	-1.3
Новатэк ао	270.8	-1.3
<b>Татнфт Зао</b>	<b>147.3</b>	<b>-1.6</b>
СевСт-ао	443.5	-1.7

В субботу, когда все мировые рынки отдыхали, индекс ММВБ снизился на 0.5%. Движение случилось с открытия, вслед за ночными пятничными торгами на другой стороне земли. Внутри дня никаких колебаний не было, поскольку отсутствовали раздражители.

В России в последние 3-4 года развился очень активный спекулянтский рынок фьючерсных контрактов на секции РТС ФОРТС. Федеральной комиссией по ценным бумагам устанавливаются жесткие ограничения на величину плеча по торгам на акции ММВБ. Они составляют 1 к 3 для квалифицированных инвесторов (минимум 600 тыс. рублей, полгода работы), то есть не менее 25% собственных денег и не более 75% заемных от брокера. Для обычных инвесторов ограничения 1 к 1, то есть не менее 50% своих денег на брокерском счету.

В это же время на фьючерсах условия куда либеральнее. Минимальное гарантийное обеспечение (ГО) на фьючерсах на РТС ФОРТС составляет 8 рублей из 100 рублей открытой позиции, то есть 8%. На акциях эта величина составляет 15%, но на некоторых бумагах меньше (требования к ГО регулярно меняются). Соответственно, плечи составляют примерно 1 к 12 на фьючерс РТС и 1 к 6 на акциях (на фьючерсе рубль-доллар еще выше – 1 к 25).

Конкуренция покупателей и продавцов на индексе РТС ФОРТС близка к совершенной для сравнительно небольших объемов в десятки миллионов рублей, спрэд покупки-продажи (потери на проскальзывании) составит не больше 0.01-0.02% с учетом всех

комиссий. В то же время торговля по акции «туда-обратно» потребует комиссии в десяток раз больше, примерно 0.1% с величины позиции, и это еще не учитывая величины спреда.

Низкая комиссия, высокое плечо фьючерсной торговли на ФОРТС заметно превосходят ограничения по акциям и, безусловно, привлекает азартных игроков и людей, которые пытаются зарабатывать на высокомаржинальной и быстрой торговле. Кроме этого на фьючерсах активно работают роботы, специальные программы, которые пытаются «делать деньги». По уверениям трейдеров, для таких роботов крайне важно расположение к бирже, скорость с которой передается капитал (и поэтому некоторые из них устанавливают компьютеры непосредственно в здании РТС).

Одна из стратегий торговли подобных роботов, связана с реакцией на фьючерсы на американские фондовые индексы (E-mini S&P 500). Мы уже не раз писали про высокую корреляцию российских акций с американскими индексами. Роботизированная торговля, похоже, является главным источником такой корреляции. Робот, который первым отреагирует на колебания, первым занимает «правильную» позицию получит прибыль, затем за ними следуют все другие, вот поэтому важна скорость реакции. При этом не очень важно должна ли с «фундаментальной» точки зрения существовать эта корреляция.

«Скальперские» роботы подобного рода могут оборачивать свой капитал несколько сотен тысяч раз за день. Это главный источник больших оборотов на фьючерсах. Кроме стратегии следования за американскими фьючерсами роботы используют ряд других стратегий по направленной торговле внутри дня. Но есть также пласт торговцев, которые пытаются извлекать прибыль между разными ценами на акции и фьючерсы – это классический арбитраж. Такая торговля создает арбитражную силу, удерживающую между собой акции на ММВБ и фьючерсы, это завершает механизм корреляции акций ММВБ с американскими фьючерсами. Россия не уникальна, похожая корреляция между фондовыми индексами стран с американским фьючерсным рынком (торгующимся и днем и ночью) обнаруживается во многих других странах.

## Рынки накануне:



Кроме описанного выше, есть еще трейдинг на базисе (парная торговля между одноименными фьючерсами с разными сроками экспирации). Очень похоже, что есть стратегии, работающие на разнице в колебаниях фьючерсов США и фьючерсов на фондовые индексы других стран, так называемый «рисковый арбитраж» для коррелированных пар. Фьючерсы играют большую роль на финансовых рынках, есть мнение, что не акции определяют движение фьючерсов, а совсем наоборот, куда фьючерс, туда и акции.

Совсем недавно, 6 мая 2010 в США случилось неожиданное, быстрое, почти одномоментное падение индекса S&P500 на 10% внутри дня. Согласно данным расследования, опубликованным Комиссией по ценным бумагам США (SEC), причина обвала была в том, что некий инвестор перепутал объемы продаваемых фьючерсов и резко продал большую величину. Роботы среагировали на этот объем, а дальше их логика привела к обвалу. Они перебрасывали друг другу, «как горячую картошку», эту позицию, продолжая обвал. К этому, вероятно, присоединились другие операторы, роботы и не только.

Согласно некоторым версиям, «черный понедельник» 1987 года, когда индекс Доу упал на 20% за день, случился из-за действий портфельных управляющих, использующих «динамическое хеджирование». Это особый вид трейдинга, напрямую вытекающий из логики формулы оценки опционов Блэка-Шоулза. Его цель в том, чтобы снизить потенциал падения портфеля, а на деле представляет собой вариант «стоп-лосса», заставляющего продавать, когда рынок падает. Продажи таких инвесторов, похоже, развивались как лавина, действия одних заставляли продавать других. Поскольку рынок фьючерсов ликвиден, то центр продаж находился именно там. Нельзя исключать, что майский провал имел отчасти подобную природу.

Мы можем по-разному относиться к роботизированной торговле, спекулянтам и влиянию фьючерсных рынков, но это свершившийся факт жизни. Они оказывают заметное влияние на движения акций и искажают цены относительно того, что можно было бы называть «фундаментально» оправданным. Экономисты используют термин *sunspot*, который изначально возник после исследований Джевонса, британского экономиста, который в 19-м веке нашел корреляцию между пятнами на солнце и коммерческими кризисами. Потом эта связь была признана «ложной корреляцией» (умелый статистик может найти корреляцию почти любого временного ряда с любым рядом, если это не константы). Но затем экономисты стали признавать влияние подобных поверий. На экономику могут влиять разные случайные факторы не потому, что они важны, а просто потому, что люди верят в это влияние и соответствующим образом корректируют свое поведение. Этот факт делает крайне сложным экономическое и финансовое прогнозирование, далеко не всегда разум верховодит на рынке. В этом смысле можно понять людей, которые даже не пытаются заниматься «фундаментальным анализом», а торгуют исходя из трендов, корреляций или пытаются зарабатывать на арбитраже.

Суббота, 13 ноября была днем, когда большинство роботов отсутствовала. «Задающий сигнал» в виде американских фьючерсов отсутствовал. На ММВБ оборот составил 12 млрд. рублей, при типичных для последнего времени 40-50 млрд. рублей. На рынке фьючерсов на индекс РТС на ФОРТС прошло 134 тыс. контрактов, в 8 раз меньше обычного. Традиционный оборот составляет приблизительно 1 млн. контрактов по 100 тыс. рублей, что дает 100 млрд. рублей (~\$3 млрд.). Субботу можно считать показательным примером того, как бы выглядела торговля, если бы не было фьючерсных рынков, и если бы российские акции торговались в «вакууме». Колебания были бы небольшими, спреды невелики.

## Новости вкратце:

- «Ведомости» сегодня пишут, что «ВТБ» ведет переговоры о покупке у PPF Group банка «Хоум кредит энд финанс банк», специализирующегося на потребительском кредитовании. Сообщается, что глава «ВТБ» Костин сопротивлялся сделке, поскольку запрашивалась цена порядка 2 капиталов. Сделка может обойтись госбанку почти в \$2 млрд. Недавно по похожей цене «ВТБ» приступил к приобретению у РЖД «Транскредитбанка», цена составляет также порядка 2 капиталов. Для начала будут куплен контрольный пакет «Транскредитбанка», затем в течение 3 лет обещается довести участие до 100%.

Мы, честно говоря, недолюбливаем «ВТБ». Пользуясь преимуществами государственного, этот банк мог бы зарабатывать хорошую прибыль на вложенный капитал, как это делает «Сбербанк», который в ближайшее время должен выйти на ROE заметно больше 20% (а в 2006-м отдача «Сбера» приближалась к 40%!). Госбанки имеют дешевое фондирование, экономические агенты в стране готовы платить меньшие проценты за подразумеваемую надежность. Но «ВТБ» все годы до и после IPO показывал мизерную отдачу, убытки. Истребовал у правительства еще капитала осенью 2009 года, продав допэмиссию почти в половину капитала правительству по цене 4.8 копеек, ниже балансовой стоимости, притом, что в 2007-м капитал был почти удвоен по цене 13.6 копеек с P/BV порядка 2.5. «ВТБ» долгое время надувает щеки и пытается стать инвестиционным банком, видимо, полагая, что там ему удастся заработать большие деньги. Но усилия были тщетны. Теперь он использует дешевый капитал, привлеченный у правительства, на покупку нормальных действующих бизнесов с хорошим ROE. Может хоть так «ВТБ» начнет показывать прибыль?

- «Прайм-ТАСС» со ссылкой на источники пишет, что «Сургутнефтегаз» отказался от борьбы за месторождения им. Требса и Титова из-за низкой экономической эффективности. Это связано с тем, что

значительную часть нефти необходимо перерабатывать на отечественных НПЗ, а инфраструктуры для транспортировки нефти нет. Единственным претендентом на эти месторождения является «Башнефть».

- А. Миллер заявил, что инвестпрограмма «Газпрома» в 2011 году будет немного выше, чем в 2010 году. Напомним, что в текущем году концерн намерен инвестировать порядка \$30 млрд. Инвестпрограмму совет директоров обсудит 23 ноября. Также А. Миллер заявил, что концерн не будет продавать 10% акций «Новатэка», однако никаких уточнений он не дал.

- Минпромторг предлагает предоставить производителям азотных удобрений 10-15% скидки на газ, а также дать возможность покупать газ по льготным фиксированным ценам. Напомним, что с 2014-2015 года цены на газ на внутреннем рынке будут устанавливаться исходя из равной доходности с европейскими поставками. Так, производители предлагают в качестве базы использовать не газпромовские контрактные цены, а спотовые, которые сейчас ниже. По некоторым оценкам, рентабельность поставки удобрений на экспорт при текущих тарифах на газ превышает 80-90%. Если цены на газ вырастут, то рентабельность отечественных производителей удобрений упадет до 15-17%. Тем не менее, даже после роста цен на газ, отечественные производители будут получать более дешевый, чем европейские производители газ. Как отмечает «Фосагро», для стимулирования производства удобрений, цена на газ должна определяться по формуле, зависящей от цены на газ у конкурентов на Ближнем Востоке, в Саудовской Аравии и Тринидаде. Заметим, что из-за проблем с транспортировкой (трубу строить дорого) газ в этих странах очень дешевый. Нам попадались сведения, что в Тринидаде контрактные цены на газ (не СПГ) составляют порядка \$1 за ММВТУ (\$37 за тыс. куб. м.). А производство удобрений или метанола является одним из способов монетизации газовых месторождений этих стран. Поэтому в текущих условиях российские компании вряд ли смогут серьезно конкурировать с тринидадскими производителями удобрений.

## Местное:

- «Сильвинит» за девять месяцев 2010 года заработал 12,8 млрд. рублей по РСБУ, что на 6,9% выше, чем год назад. Выручка компании выросла на 25% до 29,1 млрд. рублей. Рост финансовых показателей связан с увеличением объемов производства и улучшением конъюнктуры на рынке удобрений. Напомним, что на этот год компания запланировала 20% увеличение производства хлористого калия – до 4,2 млн. тонн. На 2011 год в планах компании увеличить выпуск еще на 33% до 5,6 млн. тонн хлористого калия.

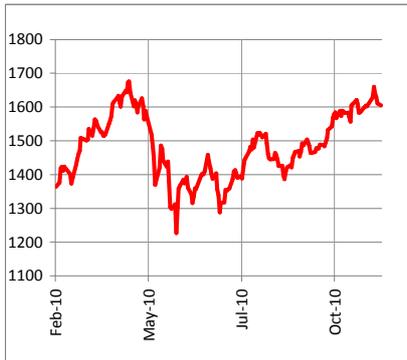
- Конкурент «Сильвинита» - «Уралкалий» в январе-сентябре увеличил выручку на 47% до 31,75 млрд. рублей, а прибыль выросла почти в два раза до 10 млрд. рублей.

- «ТГК-9» за девять месяцев 2010 года увеличил выручку на 12,9% до 31,6 млрд. рублей. Несмотря на рост выручки, убыток компании составил 601 млн. рублей против прибыли в 2,7 млрд. рублей в прошлом году.

- Акционеры «Минудобрения» утвердили дивиденды на общую сумму в 1,1 млрд. рублей. В расчете на одну акцию это 702 рубля. Реестр был закрыт 12 октября.

# Конъюнктура рынков:

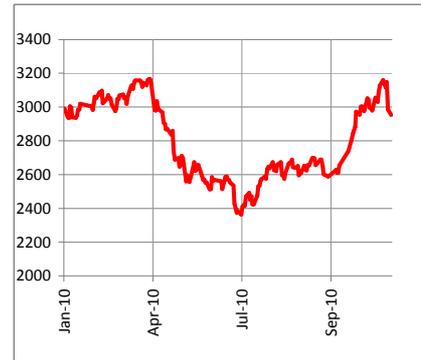
**Индекс РТС**



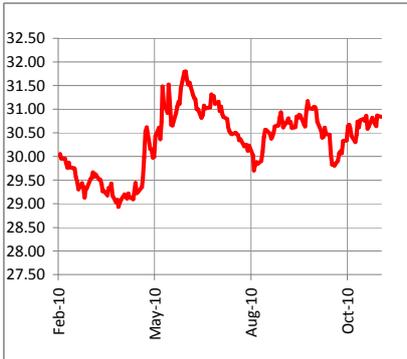
**Индекс S&P 500**



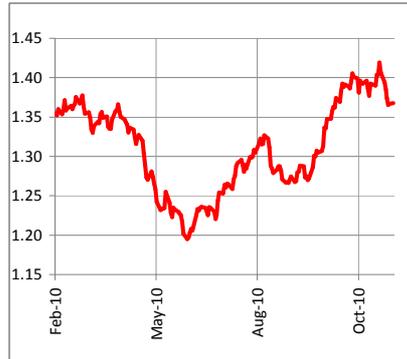
**Индекс Shanghai SE Composite**



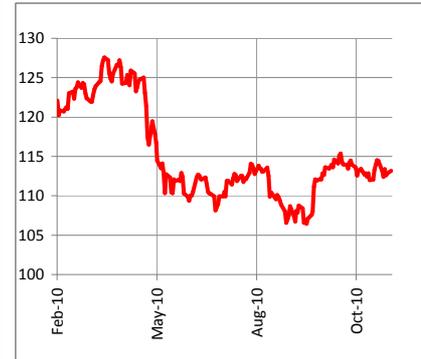
**Курс RUB/USD**



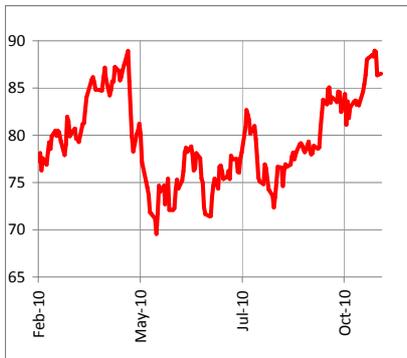
**Курс USD/EUR**



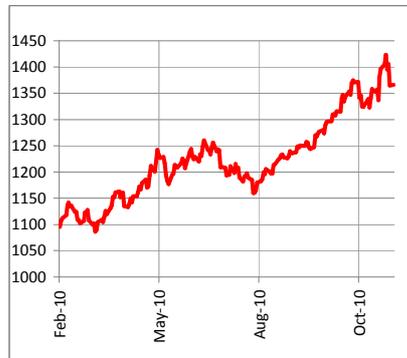
**Курс JPY/EUR**



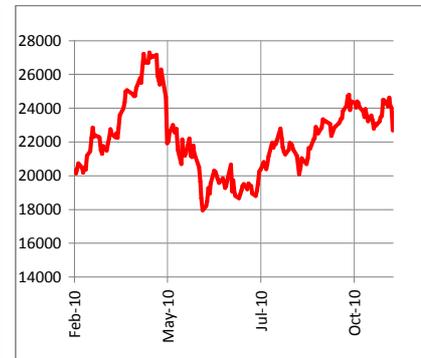
**Нефть Brent, \$/барр.**



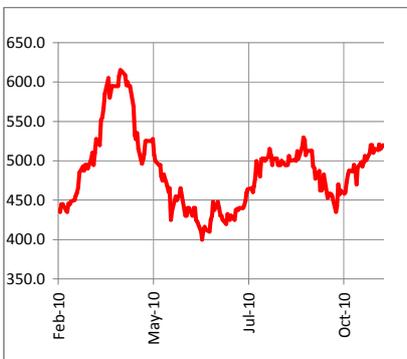
**Золото, \$/Oz**



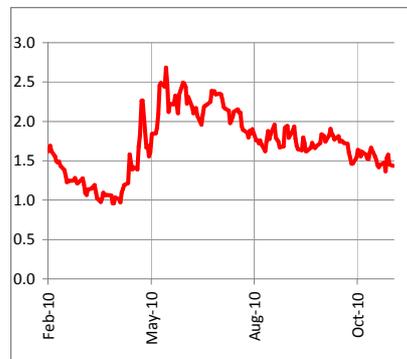
**Никель, \$/тонна**



**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
<b>НЕФТЬ И ГАЗ</b>										
Газпром	131 662	-0.23	-1.53	6.54	-3.95	-6.38	5.34	4.64	5.26	4.18
Новатэк	26 626	-1.19	3.13	14.82	82.39	59.00	32.33	20.56	22.50	14.46
Роснефть	74 512	-0.03	-1.76	3.97	-11.33	-13.95	10.90	7.24	6.58	4.98
ЛУКОЙЛ	47 752	-0.60	-2.37	-3.07	2.13	2.13	6.81	5.83	3.85	3.61
Газпром нефть	19 062	-0.56	-0.21	3.66	-17.88	-24.22	6.33	6.11	5.14	4.61
Сургутнефтегаз	34 343	-1.19	-3.24	-1.43	14.05	10.51	9.35	7.14	-	2.50
ТНК-ВР	32 243	0.00	-0.46	0.94	19.44	24.64	6.23	5.13	4.18	3.56
Татнефть	10 422	-1.48	-2.61	-1.76	3.29	5.61	6.06	5.90	4.88	4.52
<b>БАНКИ</b>										
Сбербанк	68 473	0.36	-5.88	5.92	40.32	17.67	88.76	15.67	-	-
ВТБ	35 850	0.48	-0.56	15.52	66.79	52.36	-	20.24	-	-
<b>ЭНЕРГЕТИКА</b>										
ОГК-1	1 565	-0.18	-1.73	-1.28	46.28	46.88	15.81	13.70	12.73	7.57
ОГК-2	1 874	-0.23	5.12	5.69	91.33	92.58	54.17	26.16	23.36	12.63
ОГК-3	2 582	0.60	1.15	-4.23	16.95	14.47	19.01	23.11	9.82	10.33
ОГК-4	5 348	1.16	3.52	-1.25	64.63	61.58	30.66	19.90	18.85	13.04
ОГК-5	2 930	0.24	-1.39	-3.11	13.76	19.06	28.95	23.57	15.52	11.95
ОГК-6	#N/A N/A	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ТГК-9	1 271	0.00	2.04	6.67	50.94	60.00	10.11	12.48	7.30	5.08
Русгидро	14 780	-0.06	-0.44	-1.13	46.75	39.00	15.24	11.82	9.17	7.49
ИнтерРАО	4 277	0.44	-2.36	-5.37	52.64	-5.25	-	27.51	-	11.15
ФСК	14 599	-0.54	-1.08	-0.54	-2.67	14.42	-	17.09	-	8.27
<b>ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ</b>										
Ростелеком	3 303	0.55	-0.09	1.76	-25.08	-5.90	28.44	24.67	6.82	7.21
МТС	16 512	-0.35	-1.93	1.85	15.87	15.25	16.44	10.09	4.73	3.98
<b>МЕТАЛЛУРГИЯ</b>										
ГМК Норникель	36 212	-0.80	-0.13	6.74	44.31	38.18	13.93	7.84	8.56	5.39
НЛМК	22 030	-2.55	-0.92	0.59	41.31	23.38	102.44	17.68	16.73	9.93
ММК	10 999	-0.97	-3.38	4.58	32.58	21.28	47.41	21.46	13.36	8.18
Северсталь	14 490	-1.77	0.51	-5.57	95.79	75.12	-	81.62	21.38	7.48
Мечел	10 341	-1.07	1.47	2.91	63.04	57.96	140.23	13.93	-	-
Белон	949	-0.20	-2.86	-7.28	38.14	35.28	36.81	8.50	14.36	5.21
Распадская	4 440	1.73	1.05	-1.37	39.67	19.87	38.08	16.76	18.06	10.73
Полюс золота	9 876	-1.40	0.69	-0.69	-6.12	0.61	30.71	18.89	18.48	12.65
Полиметалл	6 424	-1.72	1.02	-4.73	82.16	75.49	66.93	26.26	28.36	15.90
<b>УДОБРЕНИЯ</b>										
Уралкалий	11 997	0.22	4.96	22.95	27.09	38.78	41.74	21.89	23.72	14.94
Сильвинит	6 216	0.40	6.40	16.67	23.41	3.63	18.69	12.56	11.16	8.73
Акрон	1 416	1.36	-0.77	0.13	5.15	6.48	6.32	9.77	10.77	7.57
<b>ПРОЧИЕ</b>										
Аэрофлот	2 708	0.49	-2.62	7.44	75.36	42.39	30.36	15.61	9.90	6.99
Седьмой континент	610	0.31	-1.89	-7.00	-1.94	9.49	16.72	14.03	7.08	6.47
Магнит	9 996	0.22	-1.49	-1.81	94.62	60.27	36.33	29.86	21.51	16.69
ПИК	1 824	0.02	-0.97	0.27	-4.16	-7.60	-	2.42	-	-
Система Галс	305	0.31	1.67	3.55	-8.01	-1.42	-	-	-	-
ЛСР	2 846	-0.19	-0.98	-1.06	67.86	47.38	19.15	19.72	7.85	9.19
<b>МИРОВЫЕ РЫНКИ</b>										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года				
Индекс S&P	1199. 2	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.					
Индекс РТС	1604. 8	-1.18	-2.17	1.96	9.67	7.54				
USD/EUR	1.3 678	-0.37	-1.45	1.44	13.05	11.09				
RUB/USD	30. 84	0.07	-1.88	-2.38	-8.55	-4.56				
RUB/EUR	42. 18	0.09	-0.06	-1.66	-6.98	-2.60				
Золото, \$ Oz	1365. 9	0.01	1.81	0.73	1.70	2.10				
Данные Bloomberg		0.05	-2.79	-0.37	22.36	24.33				

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.