

## Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 22 декабря 2009 г.

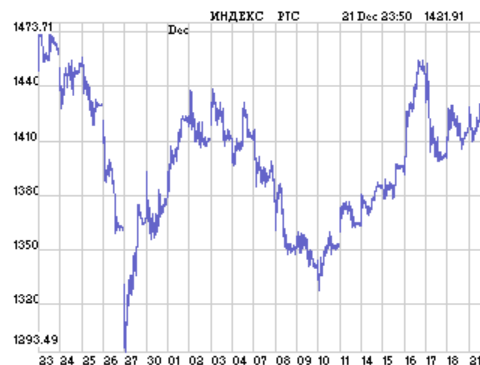
### Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Сбербанк-п	75.3	5.6%
ФСК ЕЭС ао	0.361	4.0%
Магнит ао	2160	3.9%
Новатэк ао	171	3.7%
РусГидро	1.159	2.2%
Система ао	25.85	2.0%
ВТБ ао	0.071	1.7%
МТС-ао	229.7	1.2%
СевСт-ао	260	1.2%
<b>ГАЗПРОМ ао</b>	183.9	1.1%
<b>ГМКНорник</b>	4230	1.0%
РБК ИС-ао	44.19	0.9%
Уркалий-ао	129.8	0.6%
ПолюсЗолот	1627	0.6%
<b>Татнфт Зао</b>	142.4	0.4%
Аэрофлот	47	0.2%
Ростел -ап	65.45	0.2%
<b>ЛУКОЙЛ</b>	1666	0.2%
<b>Транснф ап</b>	24470	0.1%
ММК	26.55	-0.1%
УралСви-ао	0.802	-0.1%
Сурнфгз-п	14.26	-0.2%
<b>Газпрнефть</b>	164.4	-0.6%
<b>Сбербанк</b>	81.21	-0.6%
Ростел-ао	155.5	-0.6%
Татнфт Зап	68.5	-0.7%
<b>Роснефть</b>	255	-0.7%
ОГК-5 ао	2.288	-1.5%
ОГК-3 ао	1.517	-1.9%
<b>Сургнфгз</b>	27.07	-1.9%

Мировые рынки вчера показали неплохой рост, Европа поднялась на 1.5%-2%, общий настрой рынков был позитивным. На этом российские акции выросли на 1% по индексу РТС и на 0.7% по ММВБ.

Вчера рейтинговое агентство Standard & Poor's убрало негативный прогноз рейтинга России, который был установлен почти ровно год назад. Напомним, что с начала кризиса S&P и Fitch понизили рейтинг стране с BBB+ до просто BBB, обе - установив отрицательный прогноз. Moody's ничего не изменяла и оставляет рейтинг



Vaa1 (эквивалент BBB+) с нейтральным прогнозом.

Рейтинговые агентства с нашей точки зрения излишне консервативно подходят к России, которая не имеет долга и понятие «дефолт» сейчас даже не может обсуждаться – российское правительство является нетто-кредитором мира, а не наоборот. Мы дадим прогноз, что в ближайшие 2 года рейтинг России будет повышен до уровня рейтинга А. К слову, такой уровень рейтинга подразумевался и подразумевается котировками еврооблигаций правительства.

Мы не будем пользоваться обычными аналитическими штампами в описании вчерашних движений рынка. А штампы следующие. Нужно посмотреть на растущие акции и заявить «в них был спрос», а те, которые упали – заявить, что «спроса не было» или «были продажи». Особого умения на это не нужно. Вместо этого сегодня разберем «Сбербанк-привилегированный», который вчера вырос на 6%. С начала этого года акция является самой лучшей в составе индекса ММВБ, показывая прирост +728%, ближайший

преследователь – «Волгателеком» с результатом +400%.

А если мы будем считать с минимумов, показанных отдельными акциями, то окажется, что на «Сбербанке-префе» в этом году можно было удесятериться (правда, для этого надо было бы не продавать бумагу на ее больших колебаниях). Но задним умом все крепки и все-таки хочется иметь какое-то понимание, почему эта акция так выросла и, тем более, будет ли расти дальше.

«Сбербанк-привилегированный» - одна из самых любимых спекулянтами акций, в которой из-за этого существует большая ликвидность. Всего в природе существует 1 млрд. этих акций и ежедневно проходят громадные обороты. В начале лета были дни, когда на рынке оборот был эквивалентен 50% от всех имеющихся бумаг, вчера прошло 10% от всего объема. Это означает, что в акции есть внутридневные трейдеры, торгующие бумагой по несколько раз. Капитализация этого выпуска сейчас составляет около \$2.5 млрд., это немного по меркам мировых портфельных менеджеров (обыкновенные акции имеют капитализацию \$57 млрд.)



Вчера «Сбербанк-преф» установил новый посткризисный рекорд соотношения к обыкновенным бумагам, торгуется на 92.4%. Можно спорить, что уровень в 100% и тем более выше не имеет смысла, хотя на рубеже 2005 и 2006 года мы видели внутридневное соотношение выше 100% (на графике не показано). Конечно, как миф в поддержку роста

на рынке обсуждается «идея конвертации» в обыкновенные бумаги, но никаких оснований, ни новостей на эту тему не было. В «Ведомостях» пишут, что есть «идея» запуска программы АДР, но она относится, как мы понимаем, только к обыкновенным акциям.

Так почему же «Сбербанк-преф» так растет (и можно ли на этом зарабатывать)? Есть такая модель фондового рынка, предложенная Дж. Стиглицем, которая делит трейдеров на две категории – шумовых и разумных. Шумовые бестолково торгуют, делая разные ставки, но поскольку их много, и они играют в разные стороны, их влияние близко к нулю. Их сделки компенсируют друг друга. Тогда как «разумные» трейдеры пытаются делать ставку на основании «фундаментальной стоимости», новостей. Их даже может быть заметно меньше, чем шумовых трейдеров, но именно они будут определять направление движения рынка. Другое дело, если шумовые трейдеры начнут играть в одну сторону. Если это будет неоправданный рост, то разумные трейдеры будут продавать бумагу, «выходить из нее», и в какой-то момент их вообще не останется. Тогда шумовые трейдеры могут поднять акцию на практически любой уровень, на рынке не будет силы, толкающей акцию в сторону оправданной стоимости. Это и есть пузырь, он может надуваться, потому что покупки одних привлекают покупки других.

Какое-то влияние могли бы оказать короткие продажи от «разумных трейдеров» (поскольку они все продали и продавать им больше нечего). Но короткие продажи ограничены и могут быть опасны. Как показывают истории пузырей, это может быть крайне опасно, поскольку совсем не ясно, когда, где и почему рынок остановится. Поскольку пузырь есть иррациональное состояние, его нельзя прогнозировать рациональными методами. Обратное, кстати, тоже верно, можно развернуть эту модель в обратную сторону и показать, что акции могут падать неоправданно низко. Правда, эта ситуация менее устойчива, инфраструктурные ограничения на покупки «разумных трейдеров» меньше.

Модель есть модель, она не обязана отражать всю сложность мира, но она представляет собой неплохой нарратив, объясняющий движение «Сбербанка-префа». В эту версию ложится также и то, что обороты по «Сбербанку-префу» слишком велики (и это отражает наличие спекулянтов, играющих на колебаниях рынка, нежели «фундаментальной стоимости»).

Если верить, что текущее состояние рынка иррационально, можно играть против него. Например, сейчас на FORTS есть фьючерсы на обыкновенные и привилегированные акции «Сбербанка» (с маржой гарантийного обеспечения в 15%), и можно организовать рисковую стратегию на снижение этого соотношения. Играть или не играть против «Сбербанка-преф» - это непростой выбор. Совершенно не исключено, что соотношение поднимется выше 100% или будет оставаться высоким еще долго. Иррациональность есть иррациональность – она не поддается разумным объяснениям.

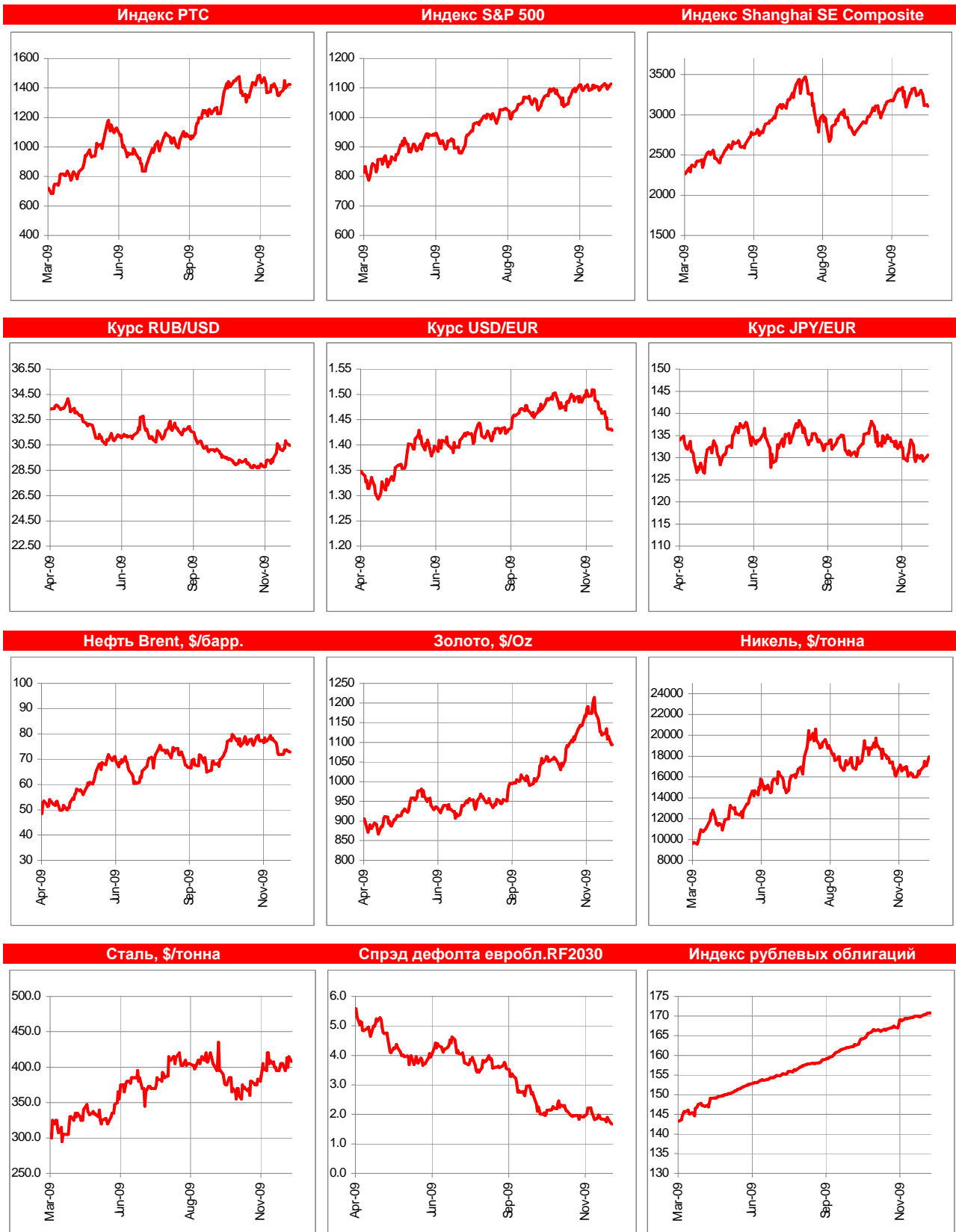
## Вкратце:

- Инвестбанки постепенно начинают объявлять размеры бонусов для своих сотрудников по итогам 2009 года. Так «Ведомости» сегодня пишут, что «Тройка-Диалог» направит на бонусы \$50 млн. вместо прошлогодних \$70 млн. Кроме того, инвестбанк в следующем году планирует увеличить пул заработной платы на 12-15%.
- «Удмуртнефть» направит на дивиденды за девять месяцев 2009 года 10 млрд. рублей. Это порядка 91% чистой прибыли. Для сравнения, за 2009 год «Газпром» направил на дивиденды 8,5 млрд. рублей.
- Фонд Volga Resources Г. Тимченко получил разрешение правительственной комиссии на консолидацию 23,49% акций «Новатэка». Таким образом, фонд может приобрести дополнительно еще 5,29% акций, так как 5,07% были куплены ранее и еще имеется договоренность на покупку 13,13%. Чей пакет может купить Volga Resources, не уточняется. Не исключено, что эти объемы будут выкуплены с рынка.
- Reuters сообщает, что в 2010 году рост тарифов для «ФСК» может составить чуть менее 50%. Сама компания рассчитывала на 52,4% рост.
- ЕБРР внес €120 млн. в уставный капитал «Лафарж цемент» («дочка» Lafarge). Средства пойдут на строительство новых заводов.
- Правительство России вернуло 5%-ую пошлину на экспорт никеля. Напомним, что из-за кризиса правительство временно отменило экспортные пошлины на никель.
- Арбитражный суд Москвы отложил рассмотрение дела по иску банка «ВТБ» к группе «ПИК» о взыскании 2,7 млрд. рублей. Как пишет «Ведомости» по этому поводу, стороны ведут переговоры, и банк согласился пролонгировать кредиты на три года. Таким образом, приход нового акционера (С. Керимова) позитивно сказался на компании: ей удалось договориться с кредиторами, получить госгарантии и рефинансировать задолженность. Мы рекомендуем к покупке акции «ПИКА» и считаем, что это одна из лучших бумаг в этом секторе.

## Местное:

- Березниковский «Азот» направит всю чистую прибыль за девять месяцев 2009 года на выплату дивидендов. Это порядка 7,2 млрд. рублей или 17,7 тыс. рублей на одну акцию. Акционером компании является «Уралхим» и, скорее всего, такие высокие дивиденды связаны с тем, что материнской компании нужны средства на выплату по долгам.
- «Российская газета» сегодня пишет, что комитеты земельных отношений в Пермском крае необоснованно завышают размеры платежей за землю. Кроме того, непонятны и принципы формирования кадастровой стоимости земельного участка и размера арендной ставки. Издание пишет, что некоторые предприятия после переговоров с краевым департаментом земельных отношений добивались существенного снижения налоговых ставок. Также отмечается, что в Пермском крае самые высокие ставки земельного налога на Урале и в Поволжье.
- «Уралкалий» планирует до конца 2009 года возместить все затраты «РЖД» и бюджетов всех уровней на финансирование ликвидации последствий аварии на руднике. Общая сумма выплат составит 7,8 млрд. рублей.
- Инвестиции «Уралкалия» в 2010-2012 гг. составят 12,5 млрд. руб. в год. (\$416 млн. по текущему курсу). Это без Усть-Яйвинского проекта и объектов социальной сферы. Прежний план по инвестициям — 11,4 млрд. руб. в год. Вчера мы писали, что компания планирует в 2010 году заработать \$187 млн. прибыли. Таким образом, чистая прибыль не покрывает капитальные затраты и, возможно, компании придется привлекать дополнительное финансирование. И это без затрат на освоение Усть-Яйвинского участка. Похоже, что в ближайшие годы дивидендов от компании ждать не стоит.
- Президентом «Уралкалия» назначен Д. Морозов. Он будет отвечать за основные бизнес-процессы, а генеральный директор В. Баумгертнер сосредоточится на текущей производственной деятельности.
- «Коммерсант» сегодня пишет, что выход из банкротства ОАО «Ипподром «Пермский» может осложниться из-за того, что в правилах землепользования предусмотрено изменение статуса этой территории. Из зоны общественно-жилого назначения она переводится в зону спортивных и спортивно-зрелищных сооружений. Таким образом, продажная цена этого участка может ощутимо снизиться. Несмотря на это, ИКЕА все еще заинтересована в покупке этого участка.
- Застройщик первой очереди жилого комплекса «Паруса над Камой» «Нефтехимик-Интер» по решению суда вошел в процедуру банкротства. Иск о признании компании банкротом подал «Пермский проектно-изыскательский институт «Ураллеспроект», долг застройщика перед которым составляет 770 тыс. рублей.

## 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.