

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 23 декабря 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ПолусЗолот	1931.5	2.9
ОГК-5 ао	2.906	2.5
ОГК-3 ао	1.727	2.4
Магнит ао	3990	1.3
ГМКНорНик	6780	1.3
Роснефть	221.8	0.9
Новатэк ао	315.93	0.8
Сургнфгз	30.916	0.8
ГАЗПРОМ ао	197	0.8
ЛУКОЙЛ	1762.1	0.6
ММК	32.471	0.6
Сургнфгз-п	15.718	0.5
Газпрнефть	128.98	0.4
СевСт-ао	515.69	0.3
Сбербанк-п	78.4	0.1
Сбербанк	106.78	0.0
Транснф ап	41452	-0.1
Ростел -ао	146.56	-0.1
Аэрофлот	80.29	-0.1
Татнфт Зао	149	-0.2
Система ао	26.778	-0.2
МТС-ао	260.34	-0.2
РусГидро	1.657	-0.2
Ростел -ап	82.13	-0.3
Уркалий-ао	213.8	-0.4
Татнфт Зап	83.32	-0.5
РБК ИС-ао	44.26	-0.5
ВТБ ао	0.1034	-0.8
ФСК ЕЭС ао	0.36	-0.8
УралСви-ао	1.449	-1.8

Новый день – новый максимум. Индекс РТС вновь закрылся выше, индекс ММВБ топчется вблизи. Аналогичная ситуация наблюдается по основным фондовым рынкам мира.

Вместе с тем, мы бы не стали выделять какие-то отдельные акции, изменения были небольшими, и они укладываются в рамки обычных колебаний. Возможно, что время экстраординарных движений прошло, хотя неожиданные движения из-за неликвидности еще возможны. Завтра на Западе будет нечто сравнимое с российским 31 декабря, но и сегодня не следует ожидать активности. Иностранцы доминируют в портфельных инвестициях в России, и их поведение остается решающим.

Считается, что под конец года некоторые управляющие занимаются «украшением окна» (window dressing). В частности, они могут покупать в портфели акции, которые выросли, и продавать «лузеров». Тогда инвестор или сторонний наблюдатель, просматривая публикуемый на отчетную дату состав портфеля, будет видеть в нем выигранные бумаги и не видеть «лузерские». Подобное «оформление» может вызывать сезонные колебания на рынке, и мы предлагаем последить за этим в ближайшие дни, а может даже сыграть на этом.

В индексе ММВБ упавшие бумаги в 2010 году на текущую дату это «Газпромнефть» с -23% (долларовое изменение), «Роснефть» с -14%, «Мосэнерго» -4%, «Ростелеком» -3% и «ИнтерРАО» -2%. Выигрыш показывают «Вимм-биль-данн» +160%, больше 100% выросли «М-Видео», «Полиметалл». Порядка двукратного роста у «Уралсвязьинформа», черной металлургии, например, «Северстали» или НЛМК, ОГК-2

и ОГК-4. Если теория об «украшении» верна, то мы должны видеть рост победителей и снижение проигравших бумаг. Можно пытаться действовать против рынка, поскольку после нового года тенденции могут развернуться на совершенно противоположные. Правда следует отдавать себе отчет, что сезонные колебания носят статистический характер, то есть они в среднем наблюдаются, но легко могут быть перечеркнуты локальными перекосами на рынке и общим движением рынка.

Вчера были опубликованы некоторые экономические цифры. Росстат назвал еженедельную инфляцию, измеряемую по ограниченной выборке товаров (в отличие от ежемесячной цифры, считаемой по полной выборке). За неделю цены выросли на 0.3%, тогда как в прошлые недели рост цен был по 0.2%. Правда следует учесть, что Росстат сильно округляет цифры. Накопленная инфляция с 31 декабря 2009 по 20 декабря 2010 составляет 8.4%, если в оставшуюся неделю будет показан рост цен в 0.2-0.3%, то годовой показатель выйдет на 8.6-8.7%. Заметим, что это намного выше минимальных темпов в 5.5%, наблюдавшихся летом (июль-июль), но все-таки является довольно низким показателем за последние 20 лет новейшей истории СССР и России.

Центробанк собирается переходить со следующего года к таргетированию инфляции, правда, как в России водится, «долго запрягают». О переходе к этому режиму речь в правительстве идет примерно с 2006 года, а воз и ныне там. Далее мы приведем некоторые данные из последнего официального документа «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2011 год и период 2012 и 2013 годов». Этот аналитически-декларативный документ ежегодно принимается Госдумой и формируется Центробанком, это происходит в октябре-ноябре.

Как и в прошлые годы, он остается противоречивым. В преамбуле «главной целью денежно-кредитной политики в предстоящий трехлетний период является удержание инфляции в границах 5-7% в годовом выражении». Сообщается, что это необходимо для формирования низких инфляционных ожиданий и оживления деловой активности после кризиса. При этом, для «повышения эффективности денежно-кредитной политики Банк России

Рынки накануне:



продолжит движение в сторону свободного курсообразования, не препятствуя динамике обменного курса рубля, формирующейся на основе фундаментальных макроэкономических факторов». Уменьшение участия Центробанка на валютном рынке крайне необходимо для возможности проведения самостоятельной денежной политики, она диктуется известной экономистами «несовместимой триоцей Манделла». При открытых рынках капитала невозможно таргетировать валютный курс без потери самостоятельности в монетарной политике, что наглядно показала 20-ти летняя история. Но тут же сообщается, что «Банк России сохранит свое присутствие на внутреннем валютном рынке с целью сглаживания чрезмерных колебаний».

Инфляция – это вещь, которую можно было бы победить в любое время, но для этого нужна политическая воля. По-прежнему декларации Центробанка остаются нереализованными и имеют черты политики прошлого. Кардинального слома не происходит, движение к режиму низкой инфляции крайне медленное. В последний год мы откровенно надеялись, что с 2010-2011 года инфляция будет побеждена окончательно. Вместо этого мы видим, что декларации о переходе к этому режиму в большей мере исчезли или сильно сглажены. В отличие, скажем, от подобного же документа 2008 года.

В текущих «Основных направлениях» Центробанк предполагает один из сценариев, когда валютные интервенции будут составлять 2.7 трлн. рублей в 2011 году. Это следует сопоставить с денежной базой в стране, составляющей сейчас 7 трлн., иными словами, Центробанк не исключает возможности 40% наращивания денежного предложения в один отдельно взятый следующий год. Правда, если эти выбросы Центробанка не удастся стерилизовать. А возможности по стерилизации Центробанка, как показывают прошлые годы, ограничены (и инструментами и политической волей).

Справа приведен график трех сценариев экономики, сугубо зависящий от цен на нефть. Самый оптимистический вариант предполагает среднегодовую цену «Юралс» на уровне \$90/баррель. Мы заметим, что она сейчас близка к этой цифре (\$91), поэтому далее мы будем рассматривать именно этот вариант. Это как раз тот 3-й сценарий с 40% наращиванием денежного предложения, связанный с интервенциями против укрепления рубля в размере \$89.3 млрд. (такая точность прогноза всегда умиляет).



Правда Центробанк в этом сценарии предполагает, что правительство свяжет часть денег, в виде «чистых внутренних активов» на величину в 1.5 трлн. рублей из предполагаемых к выбросу 2.7 трлн. рублей. Если это удастся сделать, то прирост денежной базы составит 1.2 трлн. рублей в «широкой денежной базе» на 20%. Это согласуется с цифрами роста на 19% по «узкой денежной базе», публикуемые в документе. Но есть одна загвоздка – такой сценарий предполагает, что правительство должно начать связывать избыточную массу также как это делалось до 2008 года – собирать больше налогов и меньше тратить, то есть иметь профицит. Называемые 1.5 трлн. предполагают примерно 2% профицит в долях от ВВП. Мы сомневаемся в том, что это реализуемая цифра.

Рост ВВП не настолько велик. Вчера Э.Набиуллина назвала оценку роста ВВП в ноябре +4.2%, указывая на ускорение роста. Тогда как за 11 месяцев накопленный рост экономики оценивается в 3,7%. В итоге в 2010 году экономика должна вырасти близко к 4%, что ниже ожидавшихся нами ранее 5%+. Рефляция, то есть оживление экономики, связанное с рублевой накачкой, пока не оказало стимулирующего воздействия. Возможно, экономике нужно больше время, чтобы отреагировать на снижение ставок и росту доступности кредита, возможно, сказались сезонные факторы. Но профицитность бюджета РФ в следующем году остается под большим сомнением. А это может означать, что интервенции на названные \$90 млрд. будут, а стерилизации – нет.

В сухом остатке, наши оптимистические прогнозы о победе инфляции в России оказываются пока ложными. Мы верим, что инфляция не является непобедимой, но ей нужно заниматься. В прошлые годы, когда правительство и Центробанк называли прогнозируемую инфляцию, регулярный исход был в том, что цель проваливалась. В 2000-е годы это происходило потому, что правительство слишком увлеклось регулированием рубля и накачиванием валютных резервов. Несмотря на декларации, отхода от этой политики не происходит.

Прогноз платежного баланса Российской Федерации на 2011-2013 годы (млрд. долларов США)

	2010 год (оценка)	2011 год			2012 год			2013 год		
	76 долларов США за баррель	I вариант (80 долларов США за баррель)	II вариант (75 долларов США за баррель)	III вариант (90 долларов США за баррель)	I вариант (80 долларов США за баррель)	II вариант (78 долларов США за баррель)	III вариант (95 долларов США за баррель)	I вариант (80 долларов США за баррель)	II вариант (79 долларов США за баррель)	III вариант (95 долларов США за баррель)
Счет текущих операций	70,5	4,7	35,7	67,3	-26,0	17,7	46,8	-53,0	-21,3	0,8
Баланс товаров и услуг	118,3	49,7	86,4	121,0	19,7	69,0	101,2	-5,7	31,9	57,2
Экспорт товаров и услуг	439,0	388,3	448,5	495,8	389,6	471,1	535,9	395,8	489,6	561,1
Импорт товаров и услуг	-320,6	-338,6	-362,1	-374,8	-369,9	-402,2	-434,7	-401,4	-457,7	-503,9
Баланс доходов и текущих трансфертов	-47,8	-45,0	-50,6	-53,7	-45,7	-51,3	-54,4	-47,4	-53,2	-56,4
Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами	-20,5	-13,0	12,0	22,0	2,0	17,0	27,0	7,0	22,0	32,0
Финансовый счет (кроме резервных активов)	-20,6	-13,0	12,0	22,0	2,0	17,0	27,0	7,0	22,0	32,0
Сектор государственного управления и органы денежно-кредитного регулирования	1,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Частный сектор (включая чистые ошибки и пропуски)	-22,0	-15,0	10,0	20,0	0,0	15,0	25,0	5,0	20,0	30,0
Изменение валютных резервов («+» - снижение, «-» - рост)	-50,0	8,3	-47,7	-89,3	24,1	-34,6	-73,8	46,0	-0,7	-32,8

Поэтому инфляция на ближайшие годы, возможно, останется существенной. Называемые цели в 5-7% по инфляции, выглядят слишком оптимистическими для 2011 года. Хотя, напомним, что несколько месяцев назад 12-ти месячные темпы были близки к нижней границе – 5.5%.

В добавление мы предлагаем взглянуть на еще одну картинку из рассматриваемого документа. Это интервенции Центробанка в более частотном формате, чем публикуемые ежемесячные показатели. График отражает самый последний период, после «плавной девальвации». Для сравнения, текущее значение бивалютной корзины составляет 34,9, что находится примерно в середине называемого ЦБ РФ коридора. В начале ноября бивалютная корзина была на 1.5 рубля выше, чем сейчас и вплотную приближалась к «верхней границе» (на самом деле бивалютная корзина не должна измеряться в рублях, скорее в «попугаях», мы следуем сложившейся терминологии).

За 1.5 месяца рубль заметно укрепился к этому измерению, что не совсем заметно, если рассматривать изменение курса рубля к доллару (который показал локальный максимум на месяц позже 31.6 руб./\$ в начале декабря и 30.66 сейчас). Центробанк активно сопротивлялся укреплению валюты в соответствии со своей политикой по сопротивлению на нижней границе коридора (зеленые стрелки). Но также Центробанк изредка продавал валюту, останавливая периодические забеги вверх (обведено овалами).

Цены на нефть, похоже, будут оставаться высокими в ближайшее время (порядка \$80). Так что мы ожидаем продолжения укрепления рубля ниже 30 руб./доллар.

Этому процессу будет мешать Центробанк, увы, ценой сохранения высокой инфляции, сохраняя политику по принципу «и нести тяжело и бросить жалко».



Вкратце:

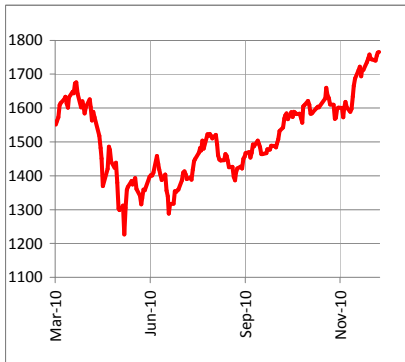
- Совет директоров «Русала» продолжает изучать предложение о выкупе акций «Норникеля» самой компанией. Как пишет РБК Daily, для оценки справедливой стоимости 25%-ого пакета акций «Норникеля» «Русал» привлек консультантов. Напомним, что на прошлой неделе «Норникель» предложил выкупить собственный 25%-ый пакет за \$12 млрд. Тогда «Русал» заявил, что не намерен продавать эти акции, так как рассматривают эту инвестицию как стратегическую. Но миноритарии высказали свою заинтересованность в продаже этих бумаг. В частности М. Прохоров заявил, что корпоративный конфликт в «Норникеле» не исчезнет, пока не появится акционер, владеющий контрольным пакетом.
- ММВБ сообщила, что количество уникальных клиентов на 1 декабря составило 732 тыс., что на 5% выше, по сравнению с началом года. Как следует из статистики ММВБ, это самые низкие темпы прироста с 2006 года. На число брокерских счетов повлияло то, что «Сбербанк» и «Финам» избавлялись от неактивных клиентов. Кроме того, часть активных трейдеров перешла на РТС (Standard, срочный рынок), где комиссии существенно ниже, чем при торговле на ММВБ и «плечо» выше.
- Правительство подняло начальную цену на блокпакет «ТГК-5» на 30% до 6,43 млрд. рублей (0,02 рубля за акцию). Это на 13% выше текущих рыночных котировок. Основными претендентами на госпакет являются «КЭС-Холдинг» и «Интер РАО». Если победителем конкурса станет «КЭС», его доля возрастет до 71,6% и теоретически должна быть объявлена оферта миноритариям.
- «Коммерсант» пишет, что «СИБУР-Минеральные удобрения» на этой неделе рассмотрит бизнес-план компании на 2011 год, который предусматривает резкое увеличение инвестиций за счет сделок по слияниям и поглощениям. В качестве потенциального объекта для покупки рассматривается пермские «Минудобрения». Возможно, «СИБУРу» удалось договориться с «Уралхимом», которому принадлежит 49% пермского предприятия. Высокие дивиденды, которые заплатили «Минудобрения» в этом году, являются своего рода предпродажной подготовкой предприятия.
- Миноритарии «Сильвинита» выразили недовольство предлагаемыми коэффициентами обмена на акции «Уралкалия», обратившись в Ассоциацию по защите прав инвесторов (АПИ). Согласно условиям обмена, акционеры «Сильвинита» получают только 39% объединенной компании, тогда как она крупнее «Уралкалия». Также вопросы вызвал установленный дисконт «префов» к «обычке» в 61%, тогда как средний шестимесячный дисконт был 45%, а при присоединении МРК к «Ростелекому» дисконт составил 11-20%. Относительная дешевизна «Сильвинита» в большей степени связана с низким уровнем корпоративного управления: компания относительно недавно начала публикацию отчетности по МСФО. Мы полагаем, что акционерам «Сильвинита» вряд ли удастся улучшить параметры сделки.

Местное:

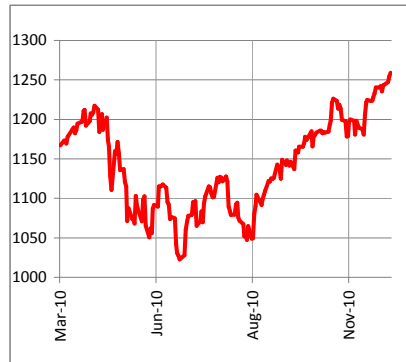
- «Метафракс» учредил 100%-ую «дочку» - ООО «Метафракс-Информ». Как пишет «Новый компаньон», новая компания станет преемником аналогичного по функциям департамента информационных технологий. Зачем выделять департамент в отдельную компанию, мы не понимаем.
- X5 Retail Group кроме гипермаркета «Карусель» может открыть и супермаркет сети «Перекресток». Напомним, что ритейлер планирует построить в Перми гипермаркет «Карусель» на перекрестке шоссе Космонавтов и улицы Карпинского.

Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&P 500



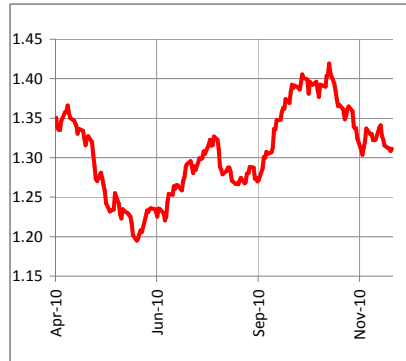
Индекс Shanghai SE Composite



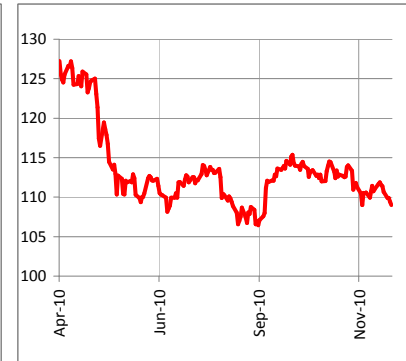
Курс RUB/USD



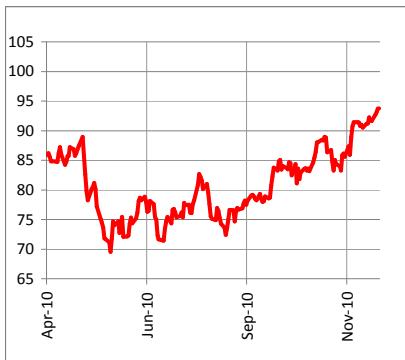
Курс USD/EUR



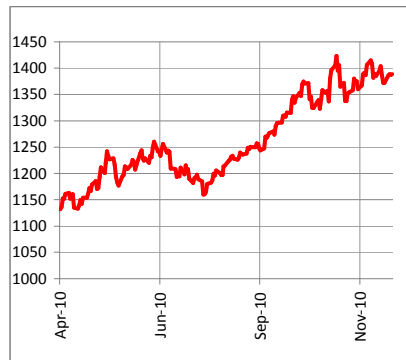
Курс JPY/EUR



Нефть Brent, \$/барр.



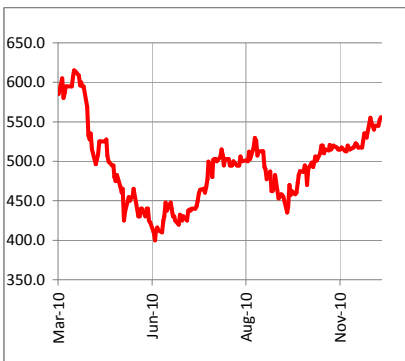
Золото, \$/Oz



Никель, \$/тонна



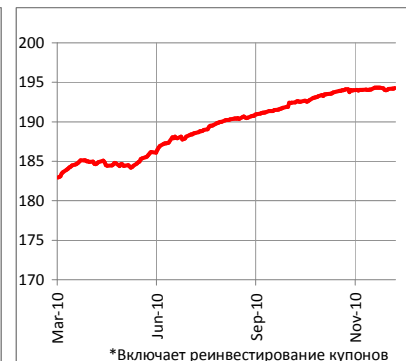
Сталь, \$/тонна



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	151 838	0.45	0.54	17.27	6.47	7.35	6.16	5.41	5.85	4.68
Новатэк	31 214	0.57	4.09	18.29	87.56	85.33	37.90	24.40	26.47	17.24
Роснефть	76 570	0.54	1.26	5.44	-12.40	-12.08	11.20	7.58	6.69	5.08
ЛУКОЙЛ	48 870	0.65	0.45	3.54	5.17	3.92	6.97	5.75	3.99	3.65
Газпром нефть	19 939	0.35	-0.51	2.33	-20.97	-21.19	6.62	6.09	5.25	4.47
Сургутнефтегаз	36 024	0.61	1.56	4.20	17.48	15.26	9.81	7.79	-	2.52
ТНК-ВР	40 492	-0.74	-2.88	14.89	56.98	56.52	7.82	6.47	5.13	4.35
Татнефть	10 603	0.13	0.34	-0.82	7.44	6.84	6.17	6.26	4.89	4.66
БАНКИ										
Сбербанк	75 218	0.08	-0.76	8.59	32.21	28.52	97.50	15.80	-	-
ВТБ	35 306	-0.77	0.98	2.48	47.86	49.19	-	21.40	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 744	3.10	4.17	12.28	61.89	62.77	17.63	18.74	14.31	9.29
ОГК-2	1 993	4.48	4.71	10.54	98.20	103.60	57.60	25.41	24.25	14.05
ОГК-3	2 670	2.25	2.07	5.06	15.86	17.68	19.65	57.77	10.84	20.85
ОГК-4	6 353	-0.35	1.58	10.40	87.50	90.86	36.43	22.37	22.55	14.62
ОГК-5	3 357	2.61	3.93	5.82	31.67	35.60	33.16	25.88	17.18	12.58
ОГК-6	1 455	3.52	3.75	7.47	80.42	85.01	18.84	34.72	11.55	13.65
ТГК-9	1 227	2.13	-4.00	-4.00	53.60	53.60	9.76	8.82	7.08	4.37
Русгидро	15 600	-0.12	1.91	3.11	41.62	45.86	16.09	12.15	9.42	7.63
ИнтерРАО	4 547	-0.62	0.63	7.11	1.74	0.16	-	33.49	-	13.00
ФСК	14 401	-1.38	-0.83	-0.83	7.51	12.23	-	17.19	-	8.02
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 489	0.19	0.58	5.93	-0.53	-1.19	30.04	28.39	7.15	7.44
МТС	16 923	-0.23	2.69	2.29	16.50	17.44	16.85	10.47	4.82	4.21
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	42 097	1.10	-0.35	15.49	60.20	59.72	16.19	8.63	9.88	6.10
НЛМК	26 908	-0.46	0.31	14.09	48.38	49.83	125.12	21.60	20.18	12.02
ММК	11 832	0.65	-3.76	6.69	24.56	29.71	51.00	23.10	14.27	8.76
Северсталь	16 942	0.32	0.62	16.15	100.96	103.57	-	116.91	23.79	8.46
Мечел	12 097	1.67	3.86	20.13	84.59	83.73	164.04	19.21	28.77	10.11
Белон	963	0.04	0.20	1.38	27.12	36.50	37.36	8.91	14.61	5.51
Распадская	5 351	0.94	5.21	16.95	43.09	43.64	45.89	19.72	21.58	12.60
Полюс золота	12 015	2.91	4.82	8.71	20.95	21.71	37.36	25.86	22.49	15.77
Полиметалл	7 413	1.35	-3.41	7.26	96.27	101.34	77.23	41.15	32.57	24.44
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	14 804	-0.39	1.17	24.43	68.63	70.27	51.51	25.03	29.06	18.25
Сильвинит	7 056	0.85	2.06	8.35	15.20	16.96	21.22	13.52	12.38	9.85
Акрон	1 729	0.59	3.00	19.77	31.04	29.30	7.72	10.41	12.20	8.03
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 901	-0.39	-1.49	2.16	52.93	51.63	32.52	15.95	10.35	7.23
Седьмой континент	604	-1.35	-1.41	-1.78	8.96	7.92	16.57	13.61	7.25	6.64
Магнит	11 578	1.42	-3.53	11.16	82.61	84.57	42.08	34.52	24.75	19.21
ПИК	2 146	-0.51	1.44	16.53	13.39	8.09	-	2.85	-	-
Система Галс	358	0.01	2.29	8.16	8.64	15.18	-	-	-	-
ЛСР	3 384	-2.13	-2.76	16.09	76.53	74.24	22.77	23.44	8.97	10.49
МИРОВЫЕ РЫНКИ										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года				
Индекс S&P	1258.8	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	12.34	12.89			
Индекс РТС	1765.1	0.06	1.20	12.18	23.04	22.19				
USD/EUR	1.3 112	0.19	-0.91	-2.10	-8.62	-8.51				
RUB/USD	30.67	0.08	0.26	2.41	-1.52	-2.05				
RUB/EUR	40.2	-0.11	1.11	4.58	7.82	7.14				
Золото, \$ Oz	1388.28	0.07	1.19	0.59	26.89	26.37				

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.