

## Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 25 декабря 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Ростел-ао	153.9	4.5%
Татнефт Зап	68.53	0.8%
Газпрнефть	164	0.6%
Магнит ао	2180	0.0%
Сбербанк	80.9	-0.1%
Татнефт Зао	138.3	-0.1%
Новатэк ао	167.7	-0.2%
МТС-ао	222.6	-0.4%
ЛУКОЙЛ	1665	-0.4%
РусГидро	1.163	-0.5%
ВТБ ао	0.07	-0.6%
Сургнфгз	26.11	-0.6%
Ростел -ап	66.43	-0.8%
ММК	25.87	-0.9%
Уркалий-ао	125.1	-1.2%
ОГК-5 ао	2.185	-1.3%
Роснефть	249	-1.3%
ОГК-3 ао	1.466	-1.4%
РБК ИС-ао	41.48	-1.5%
Сургнфгз-п	14.08	-1.6%
ПолусЗолот	1568	-1.7%
ГАЗПРОМ ао	181	-2.0%
Транснф ап	23390	-2.0%
ГМКНорНик	4145	-2.1%
ФСК ЕЭС ао	0.324	-2.4%
СевСт-ао	249.1	-2.9%
Система ао	23.7	-4.2%
Аэрофлот	50.16	-5.0%
Сбербанк-п	67.55	-5.6%
УралСви-ао	0.79	-6.0%

Заканчивается год. Объем иностранных портфельных инвесторов на российском рынке в разы превосходит объемы отечественных вложений и это подавляет активность.

Сегодня закрыты основные рынки, кроме Азии. Лондонская биржа не будет работать также в понедельник, в США это будет торговый день. Вторник-среда это дни когда российские и международные рынки акций будут торговаться одновременно, но ряд участников в этом время берут отгулы или заняты другими вещами, кроме торгов.

31-го декабря, четверг, в России формально рабочий день, а биржа ММВБ будет работать 10-30 до 11-45 МСК, т.е. сессия будет длиться 1 час 15 минут. Сегодня не будет торговаться евро и доллар с расчетами tom-next.

Похоже, вчера был последний день более-менее активных торгов (если их вообще можно назвать активными).

Торги отметились тем, что произошли сильные изменения в валюте. За пару предыдущих дней рубль к доллару укрепился с 30.5 до 29.5 (сейчас на котировках - 29.7 руб./\$). Вчера доллар заметно ослаб к евро, что обусловило часть движения, но рубль также резко укрепился и к бивалютной корзине. Причины не ясны, и как следует ожидать под конец месяца и конец года, комментаторы связывают движение с календарным фактором. Возможно, это так. Bloomberg пишет, что был спрос корпораций на рубли, указывая, что сегодня последний срок уплаты НДС, коль скоро сегодня не расчетный день по валюте (хотя интересно, почему корпорации делают все в последний день, а не загодя)

Движения по валюте сильно повлияли на разброс рублевых и долларовых котировок. На графике выше видно, что вчера индекс РТС, рассчитываемый в долларах, вырос (+0.6%). Рублевый индекс ММВБ упал вчера на 1.14%. Вряд ли следует уделять этому большое внимание – это разовое движение, которое не должно иметь продолжения.

### Вкратце:

- «Группа ПИК» сообщила, что выполнила условия, необходимые для получения нового финансирования в «Сбербанке», реструктуризовав 80% кредитов.
- В. Алекперов сообщил, что прибыль «ЛУКОЙЛа» по итогам 2009 года может снизиться на 50% до \$5-6 млрд. На дивиденды компания может направить минимум 15% прибыли по US GAAP или 26 рублей в расчете на одну акцию (дивидендная доходность 1,6%). Кроме того, В. Алекперов назвал объем инвестиций в разработку иракского месторождения Западная Курна-2. Они составят \$4,5 млрд. за 4-5 лет.
- ФСТ сообщила, что средний тариф «Транснефти» в 2010 году вырастет на 15,9%. По словам представителя ведомства, речь не идет о конкретных ставках, они будут утверждены позже. Сама компания рассчитывала на

### Рынки накануне:



большее – около 20% индексации. Кроме того, ФСТ утвердила окончательный тариф по ВСТО, он составит 1598 рублей за тонну при себестоимости 3900 рублей за тонну.

- ФАС грозит нефтяным компаниям третьей волной дел. Как пишут «Ведомости», из СМИ служба узнала, что «отдельные» нефтяные компании недовольны снижением цен на бензин в России и выражают намерения остановить этот процесс, увеличив экспорт нефтепродуктов, чтобы вызвать дефицит на внутреннем рынке. Ранее ФАС выписала нефтяным компаниям штрафы за завышение цен на нефтепродукты.
- Совет директоров «Норникеля» одобрил основные параметры бюджета на 2010 год. Цена на никель заложена на уровне \$15 тыс. за тонну, на медь - \$5,1 тыс. за тонну. Выручка компании прогнозируется на уровне \$8 млрд.
- «Татнефть» по итогам 2009 года может направить на дивиденды 30% от своей чистой прибыли или 15 млрд. рублей. В расчете на одну акцию дивиденд составит 6,4 рублей. Дивидендная доходность обыкновенной акции 4,6%, привилегированной – 9,3%.

### Местное:

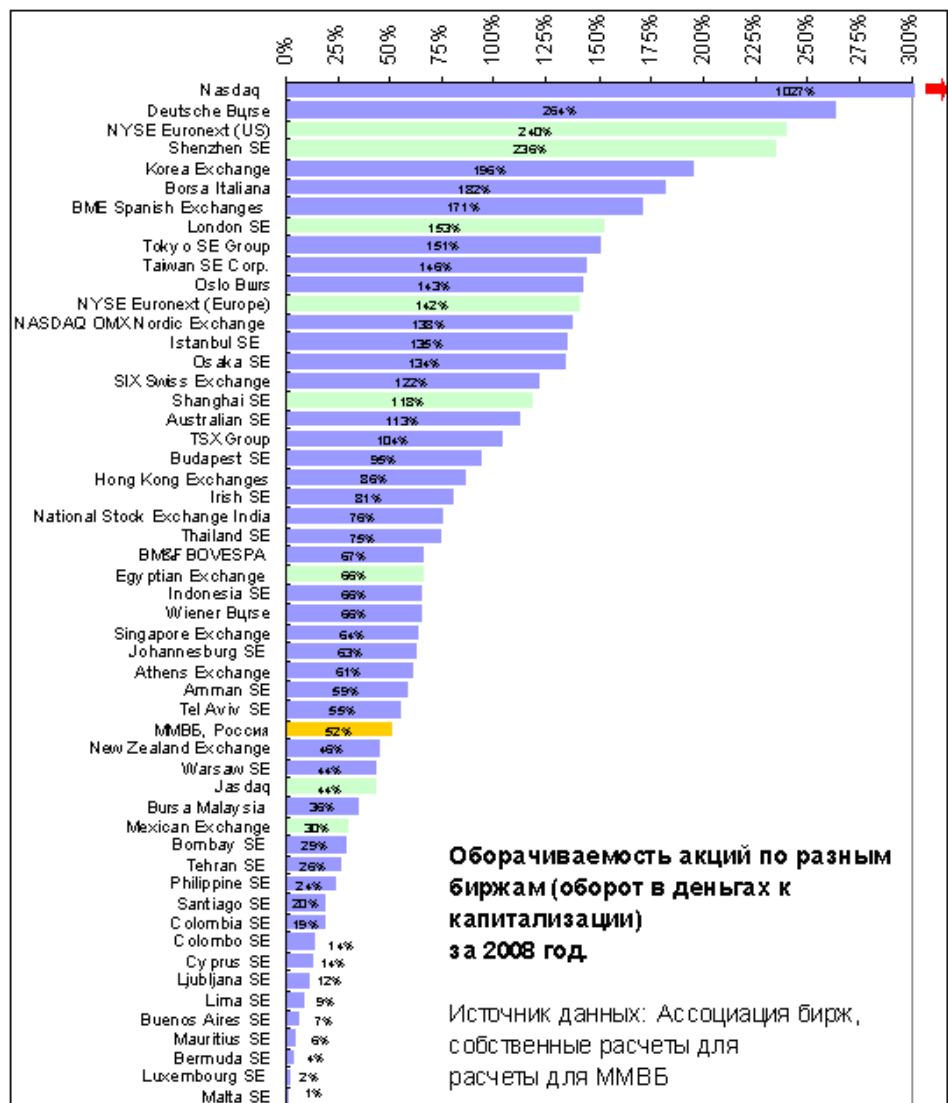
- ФАС признала «Сильвинит», «Уралкалий» и ООО «Минерал Трейдинг», нарушившими закон о конкуренции. Как объясняет ведомство, производители удобрений отказались от самостоятельных действий на товарном рынке и передали эксклюзивное право реализации продукции трейдерам. В частности, «Сильвинит» продавал «Минерал Трейдингу» калий по 3755 рублей за тонну, а тот, в свою очередь, - по 3955 рублей за тонну. ФАС посчитала, что такая схема привела к необоснованному установлению цены перепродажи.

### Напоследок:

Может сложиться впечатление, что российский фондовый рынок очень спекулятивный, но это не так. Справа составлен график показывающий оборачиваемость разных бирж за 2008 год. Рекорд принадлежит NASDAQ, там оборот прошлого года в ~10 раз превзошел совокупную капитализацию торгуемых акций. На самом деле имеет место двойной учет некоторого оборота (клиент продает дилеру тот другому клиенту) за исключением сделок ECN. Но даже если учесть эти различия, то все равно NASDAQ будет опережать в 2 или более раз любую другую биржу. Почему на этой бирже такой большой оборот – загадка.

Хороший оборот у немцев, на американской части NYSE и на одной из китайских бирж в городе Шэньжэнь – больше 200%. То есть средняя акция оборачивается там больше чем 2 раза за год.

На сервере ассоциации бирж нет данных по ММВБ (не входит?), и отечественный показатель за 2008 год рассчитан отдельно. Годовой оборот акций на ММВБ равен 52% от капитализации (без РЕПО), это не самый впечатляющий результат.

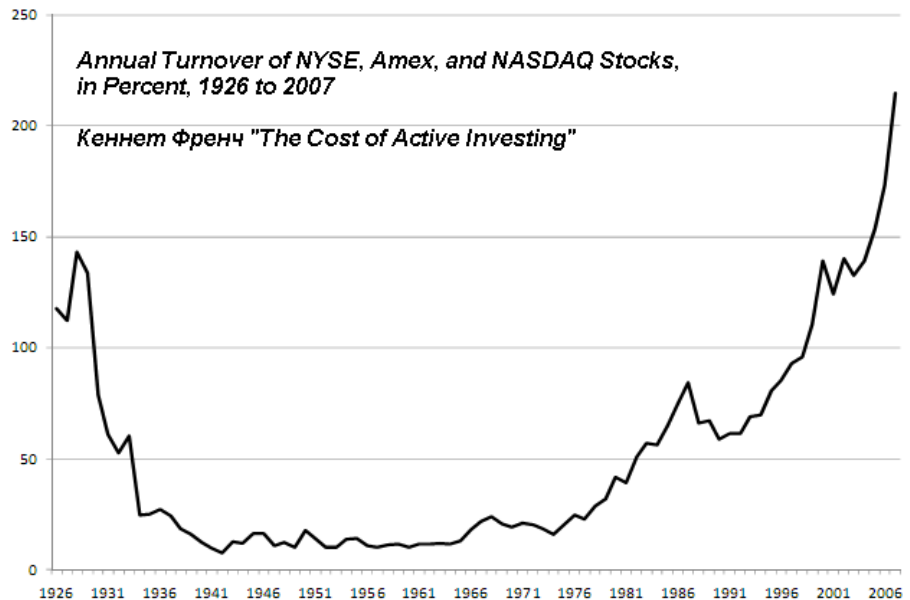


На самом деле, график немного сравнивает яблоки с апельсинами. Во-первых, российская ликвидность размазана по многим биржам сразу – большой оборот на LSE, есть РТС, есть внебиржевой оборот, некоторые бумаги обращаются на NYSE/NASDAQ (поэтому, с точки зрения ликвидности РТС и ММВБ лучше объединить). Во-вторых, объем торгов следует сопоставлять с размером free-float. Скажем, государство своими 51% «Газпрома» не торгует и оборот от размера акций в свободном обращении будет выше примерно в 2 раза. На развитых рынках размер free-float выше российского. В-третьих, возможно, где-то может учитываться или не учитываться «технический оборот» в виде РЕПО или дилерский, как на NASDAQ.

Одно ясно – российский фондовый рынок вряд ли является выдающимся по оборотам, по крайней мере, в первом приближении. Чтобы дать некоторые ощущения по цифрам (и для проверки, кто желает проверить цифру), текущая капитализация акций на бирже ММВБ составляет 22.2 трлн. рублей, оборот за 2008 год составил 11.4 трлн. рублей.

Текущая капитализация по случаю оказалась примерно равна среднегодовой капитализации прошлого года (аппроксимировано по индексу ММВБ). Так и была получена цифра оборачиваемости в 52%.

Справа был приведен график по данным «cross-section». Ниже – график в формате «time series» для США из работы Кеннета Френча «The Cost of Active Investing».



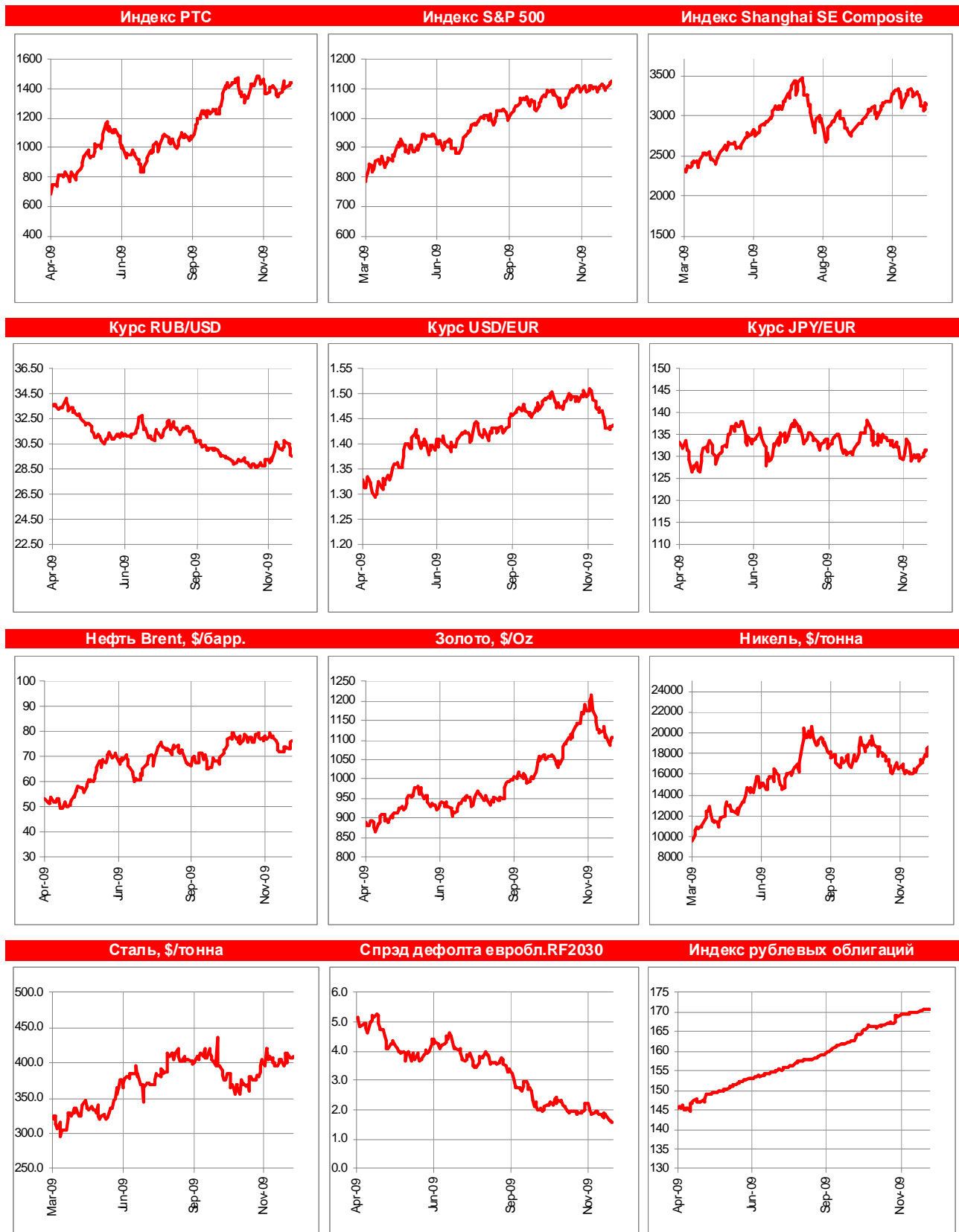
Это очень интересно, почему средний оборот так изменился. С Великой Депрессии и до 1975 года оборот измерялся парой-тройкой десятков процентов от капитализации. Средняя акция оборачивалась примерно раз в 5 лет. Сейчас он превысил 200%, это означает, что средняя акция оборачивается больше 2 раз в год. Одно из очевидных объяснений в его работе – падение брокерских издержек и развитие электронной торговли.

Работа Френча, рассчитывает коллективные издержки активного инвестирования по сравнению с пассивным для рынка США с 1980 по 2006 годы. Активные инвесторы коллективно играют в игру с негативным ожиданием («a futile search for superior returns») и по его оценке недозарабатывают по сравнению с пассивным инвестированием около 67 базисных пункта ежегодно. Френч оценивает пассивные издержки (которые конечно, тоже есть!) через издержки на управление пассивными фондами Vanguard, плюс некоторые дополнительные предположения. Издержки на активную торговлю рассчитываются как все издержки за разницей пассивных издержек.

Если предположить, что ожидаемая реальная доходность рынка акций США составляет 6.7%, а издержки на активную торговлю сохраняются, то приведенные издержки на активную торговлю в обществе равны 10% от совокупной капитализации американских акций. Активная торговля, безусловно, выполняет важную общественную функцию «price discovery», но цена слишком велика. Френч оценил ее в \$330 на каждого жителя США на 2006 год или \$102 млрд. в сумме.

Если предположить, что ожидаемая реальная доходность рынка акций США составляет 6.7%, а издержки на активную торговлю сохраняются, то приведенные издержки на активную торговлю в обществе равны 10% от совокупной капитализации американских акций. Активная торговля, безусловно, выполняет важную общественную функцию «price discovery», но цена слишком велика. Френч оценил ее в \$330 на каждого жителя США на 2006 год или \$102 млрд. в сумме.

## 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.