

Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 28 января 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ФСК ЕЭС ао	0.454	3.0
Уркалий-ао	231.2	2.4
ГАЗПРОМ ао	201.3	2.1
Роснефть	252.6	2.0
Татнефт Зап	94.5	1.8
Сургнфгз-п	17.11	1.6
Татнефт Зао	163.4	1.5
ГМКНорник	7602	1.2
Газпрнефть	133.8	0.4
РБК ИС-ао	52.42	0.3
Трансф ап	38700	0.0
ВТБ ао	0.111	-0.1
Сургнфгз	33.61	-0.3
СевСт-ао	561.8	-0.3
УралСВИ-ао	1.542	-0.5
ОГК-3 ао	1.569	-0.7
ПолюсЗолот	1717	-0.8
Сбербанк	107.7	-0.8
ОГК-5 ао	2.84	-0.9
ЛУКОЙЛ	1880	-0.9
Аэрофлот	77.8	-0.9
Сбербанк-п	72.35	-1.0
Система ао	28.6	-1.1
Магнит ао	4054	-1.1
Ростел -ао	167	-1.2
МТС-ао	252.8	-1.2
Новатэк ао	319	-1.2
Ростел -ап	87.35	-1.5
РусГидро	1.509	-1.5
ММК	34.86	-1.8

В то время как экономическая тусовка продолжается в Давосе, индекс ММВБ вчера поднялся на незначительные +0.3%.

Рубль продолжает находиться в ростовом тренде к доллару, сейчас находится на 29.62, это максимум номинального курса с мая 2009 года. Напомним, что пару месяцев назад, в начале декабря 2010 года курс заглядывал выше 31.5 руб./\$.

Индекс РТС вчера вырос на +0.9%, поскольку рассчитывается в конъюнктурно более слабой валюте - долларе. Заметными «темами» остаются ФСК, «Газпром» и «Роснефть», которые не первый день ведут себя лучше рынка. Также вчера неплохой рост показал «Уралкалий», но это, скорее, возврат после провала, связанного с пролонгацией решения ФАС об объединении с «Сильвинитом».

Мы не видим большого смысла обсуждать акции, которые снижались. Падал «ЛУКОЙЛ» и «Сбербанк». Почему-то хуже рынка продолжает оставаться «Русгидро», хотя мы не видим существенных негативных новостей. Вчера оборот на ММВБ составил 85 млрд. рублей, что примерно в 1.5 раза выше привычных уровней. Высокая активность оборотов может говорить, что не все так плохо и повышение рынка может продолжиться. Коррекция пока так и не состоялась.

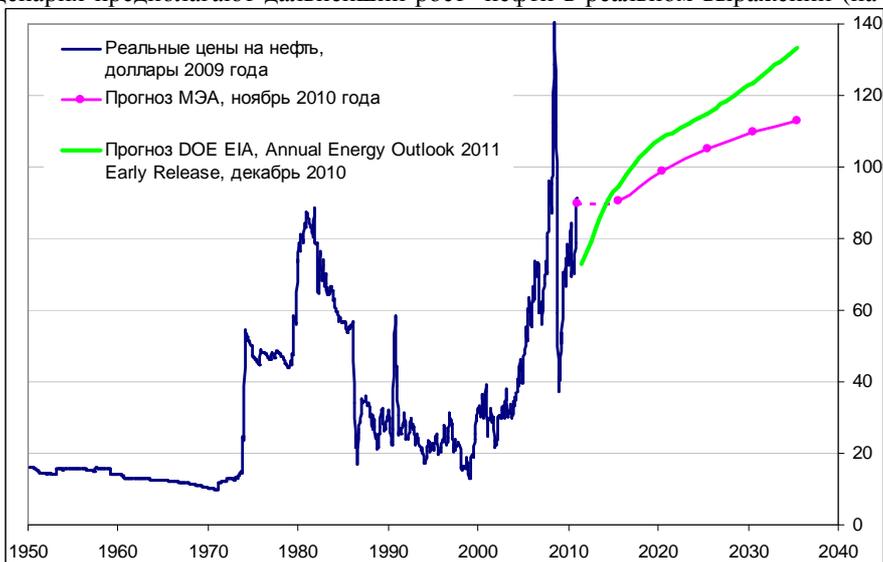
Цены на нефть показывают странные тенденции. Ближайший фьючерс на NYMEX на сорт WTI в США находится на уровнях около \$86 за баррель. В Лондоне на ICE ближайший фьючерс на Brent торгуется на \$98 за баррель. Разница очень велика и не типична.

В последнее время широко распространились ожидания, что цены на нефть превысят \$100/баррель и будут торговаться там. Но, похоже, эти спекулятивные ожидания, как и

движение в сторону текущих высоких отметок, не являются фундаментально оправданным. Справа мы представляем график реальных цен на нефть и последние актуальные прогнозы Международного энергетического агентства (далее МЭА, записка выпущена в ноябре 2010), а также декабрьский предварительный прогноз Департамента энергетики США. Оба сценария предполагают дальнейший рост нефти в реальном выражении (на графике все цены пересчитаны в доллары 2009 года).

Логика подобного роста мы не раз объясняли, но мы повторимся. Нефти на Земле пока еще много. МЭА сообщает, что по итогам 2009 года было извлечено около 32% конечных извлекаемых ресурсов (ultimately recoverable resources, URR, порядка 2.5 трлн. баррелей). Однако оценки URR не включают «нетрадиционные» виды нефти (unconventional resources), такие как нефтяные пески, сверхтяжелая нефть, нефтяные сланцы. Размер этих запасов огромен (2-3 трлн. баррелей), и, похоже, превосходит запасы традиционной

Рынки накануне:



нефти.

В этом смысле теоретики «пика нефти» (peak oil theory) не правы. В их представлениях, добыча нефти в мире достигла пика где-то в районе нулевого десятилетия, дальше будет падать, что предвещает крах «углеводородной цивилизации», войны за ресурсы, голод и прочие напасти. Расчеты точки пика затруднительны, они основываются на применении теории «пика Хубберта» (американского геолога почти точно предсказавшего пик добычи нефти США, случившийся в начале 70-х). Технически они основываются на построении колоколообразной кривой (логистическое, другое распределение), площадь которой равна оценке извлекаемых ресурсов. Оценки ресурсов разнятся от 2 до 5 трлн. баррелей нефти, что в свою очередь зависит от того, что называть нефтью, включать туда, скажем, нефтяные пески или нет.

Несмотря на то, что мы не согласны с этой теорией, в ней есть некоторое рациональное зерно. Запасы легкой нефти, которая питала мировую экономику, действительно, заканчиваются. Нефть будет извлекаться из более трудных и дорогих запасов. А производителям, соответственно, нужны стимулы в виде прибыли, чтобы ее производить. Эта прибыль не должна быть огромной, но и не может быть слишком низкой. Основные просматриваемые на ближайшее время источники это канадские нефтяные пески и сверхтяжелая нефть в Венесуэле (где есть еще большие вопросы по политической обстановке). По оценке МЭА к 2035 году порядка 10% мирового спроса будет обеспечиваться из этих нетрадиционных источников (unconventional oil).

Table 4.3 • Typical costs of new Canadian oil sands projects

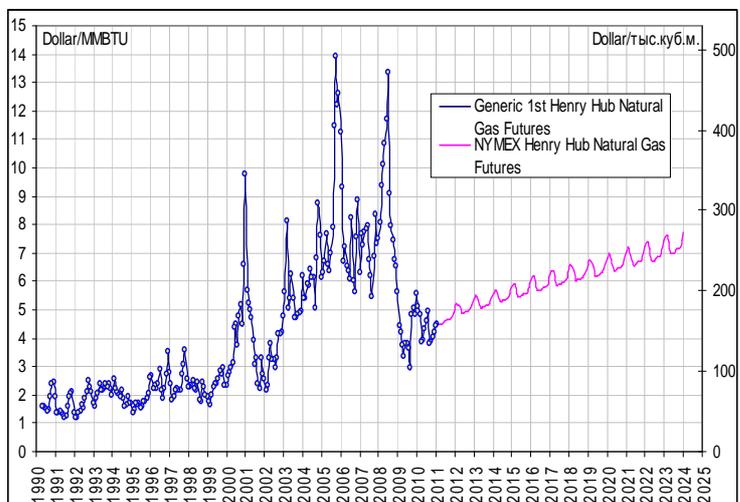
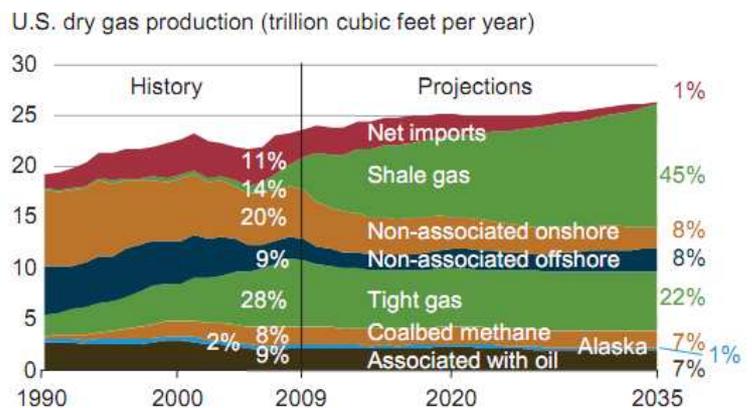
	Capital cost (\$ per b/d capacity)	Operating cost (\$/barrel)	Economic WTI price (\$/barrel)
Mining (without upgrader)	50 000-70 000	25-35	50-80
In-situ primary	10 000	5-10	25-50
In-situ SAGD	30 000-40 000	20-30	45-80

Выше мы приводим таблицу с оценками текущих затрат извлечения нефти в Канаде по разным технологиям (сверху вниз: открытая добыча нефтяных песков в карьере, затем, извлечение из скважин прямое и путем подогрева паром). Экономические издержки проектов велики и не предусматривают цен ниже величины порядка \$50 за баррель. Похожий порядок имеют цифры добычи нефти на сверхглубоководных месторождениях.

А вот ситуация с газом сильно отличается. До сих пор мы считали сланцевый газ в США недостаточно рентабельным на текущих уровнях. Сообщения, которые мы получали, говорили, что экономическая целесообразность достигается на уровнях ближе к \$7 за ММВТУ (\$7 за миллиард британских термальных единиц, их можно преобразовать в доллары за тыс.куб.м. умножив на 35.3). В последнем отчете Департамент энергетики сменил оценки предложения газа. На графике справа показано, что к 2035 году ожидается, что сланцевый газ обеспечит 45% потребностей США, можно к нему добавить еще tight gas и метан из угольных пластов (также считающийся «нетрадиционным»).

«Газовая революция», о которой начали говорить в конце 2009 года в США, похоже, свершилась. Мы недооценивали ее масштабы. В связи с ней, EIA DOE в своем Annual Energy Outlook 2011 (Early Release) предсказывает, что цены на газ в США будут оставаться ниже \$5 за ММВТУ вплоть до 2022 года для газа на устье скважины в текущих долларах. Затем ожидается, что цены превысят этот порог, поскольку сланцевый газ будет извлекаться из чуть менее рентабельных источников, что потребует бурения большего количества скважин. Если год назад цены газа на устье скважины оценивались в \$8.2 в 2035 году, то сейчас оцениваются в \$6.5. Мы также

Figure 1. Shale gas offsets declines in other U.S. supply to meet consumption growth and lower import need



предлагаем взглянуть на график исторических номинальных фьючерсных цен на газ в США, а также текущую форвардную кривую.

Арбитраж на газе почти невозможен (его трудно хранить), так что форвардная кривая отражает ожидания участников, нежели определяется принципами безарбитражного ценообразования, как это происходит с фьючерсами на финансовые инструменты (такие как фьючерсы на золото или фондовые индексы). Форвардная кривая уходит вверх, но это в большей мере связано с инфляцией.

Все это имеет прямое отношение к ценам на акции «Газпрома». Газовая революция случилась в США, не ясно, каковы перспективы применения этой технологии в Европе или Китае. В этой связи не ясно, каковы перспективы рынка сбыта «Газпрома» и его прибыли. Похоже, что недостаточная динамика «Газпрома» в последние пару лет и его низкие мультипликаторы связаны с опасениями вокруг сланцевого газа.

Вкратце:

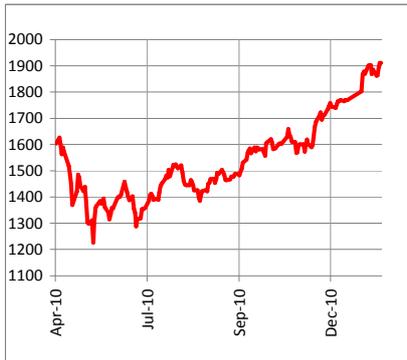
- О. Дерипаска заявил, что «Норникель» в течение этого года может подорожать до \$70 млрд., что на 44% выше вчерашних котировок. По его словам, при грамотном управлении «Норникель» может стоить и \$80 млрд., но при грамотном управлении. Мы считаем, что такими заявлениями О. Дерипаска набивает цену за 25% пакет акций «Норникеля». Напомним, что в конце прошлого года «Норникель» был готов заплатить за этот пакет \$13 млрд., но по некоторым сведениям «Русал» был готов продать 25% акций за \$16 млрд. Однако «Норникель» не был готов заплатить такую цену и объявил buy-back на \$3,5 млрд.
- Конфликт между российскими и британскими акционерами «ТНК-ВР» может усилиться. Вчера российские акционеры в лице консорциума ARR обратились в британский суд с требованием приостановить сделку между «Роснефтью» и ВР. Как мотивирует свой иск ARR, согласно акционерному соглашению, ВР должен реализовывать все проекты в России и на Украине через «ТНК-ВР». А работать самостоятельно можно только с согласия российских акционеров. Как пишут «Ведомости» со ссылкой на источники, такими действиями ARR пытается добиться права для «ТНК-ВР» участвовать в освоении шельфа. Однако «Роснефть» вряд ли пойдет на такое сотрудничество, так как «ТНК-ВР» нечего предложить, в отличие от ВР, которая уже имеет опыт разработки шельфовых месторождений. Мы полагаем, что иск «ТНК-ВР» не несет никаких рисков для «Роснефти», которая сейчас активизировала работу на шельфе. В частности, вчера российская компания подписала соглашение с ExxonMobil по освоению участков Черного моря с потенциальными запасами в 6-7 млрд. баррелей. Согласно этому соглашению, на этапе разведки доли участников в СП будут равными, но после начала добычи, доля ExxonMobil сократится до 33%.
- «Дочка» «Северстали» Nord Gold объявила ценовой диапазон для размещения акций на Лондонской бирже. Исходя из диапазона, компания оценивает себя в \$4-5,1 млрд. Напомним, что в ходе IPO Nord Gold предложит инвесторам как существующие, так и бумаги нового выпуска. Планируется, что после IPO free-float составит 25%. Сама компания планирует выручить \$539-701 млн., которые, скорее всего, пойдут на выплату долга перед «Северсталью».
- ФАС одобрила ходатайство PepsiCo о приобретении 100% акций «Вимм-Билль-Данн Продукты питания». Однако ФАС вместе с одобрением выдала поведенческие условия, которые станут известны только на следующей неделе. Как сообщил PepsiCo, сделка по покупке 66% акций «ВБД» у основных акционеров будет закрыта 8 февраля 2011 года, а в мае-июне будет объявлена оферта миноритариям, которые смогут продать свои акции по \$132 за штуку. Сейчас PepsiCo уже контролирует 11,01% российской компании.

Местное:

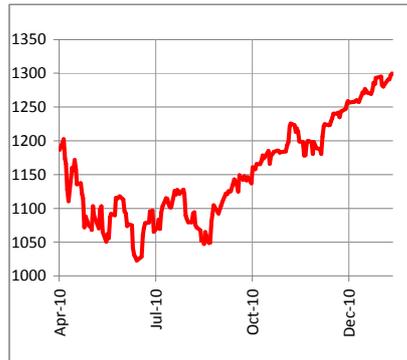
- «Метафракс» сообщил, что в 2010 году увеличил производство метанола на 22% до 1,022 млн. тонн. Как комментирует компания, увеличение производства стало возможным благодаря росту спроса на продукцию. Таким образом, объемы выпуска метанола достигли докризисных уровней.

Конъюнктура рынков:

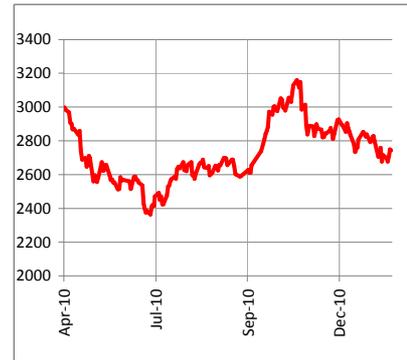
Индекс РТС



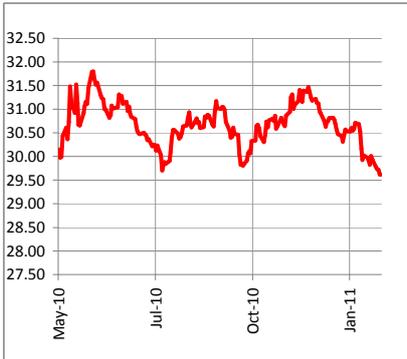
Индекс S&P 500



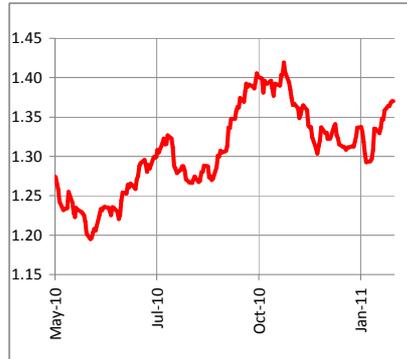
Индекс Shanghai SE Composite



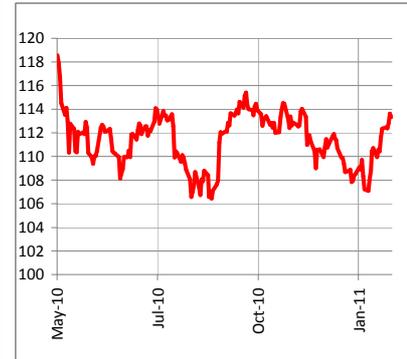
Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



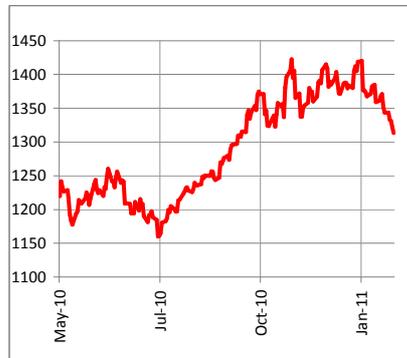
Курс JPY/EUR



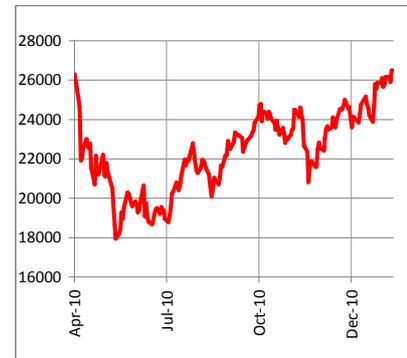
Нефть Brent, \$/барр.



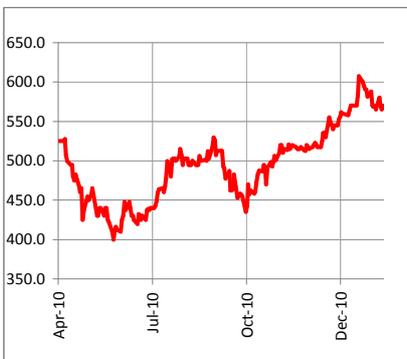
Золото, \$/Oz



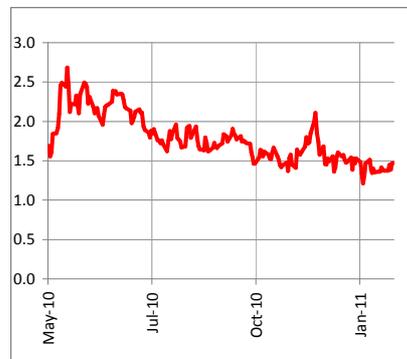
Никель, \$/тонна



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	160 967	2.27	3.71	3.59	10.21	4.00	6.53	5.52	6.07	4.71	
Новатэк	32 691	-1.12	-1.39	-1.90	72.61	-5.04	39.69	24.66	27.71	17.53	
Роснефть	90 445	2.24	4.49	15.14	6.60	15.56	13.22	8.81	7.63	5.69	
ЛУКОЙЛ	54 011	-0.78	-0.69	7.99	13.61	8.58	7.70	6.09	4.41	3.95	
Газпром нефть	21 377	0.32	-0.68	4.63	-11.71	4.10	7.10	6.48	5.53	4.62	
Сургутнефтегаз	40 585	-0.11	-1.69	9.61	29.09	4.34	11.05	8.76	-	3.06	
ТНК-ВР	43 491	-0.19	-1.69	6.62	56.76	6.62	8.40	6.81	5.44	4.53	
Татнефть	12 010	1.42	1.29	11.31	14.96	11.61	6.99	7.29	5.67	5.48	
БАНКИ											
Сбербанк	78 372	-0.92	2.08	2.86	23.23	3.03	101.59	8.93	-	-	
ВТБ	39 065	0.00	2.60	9.50	48.83	9.71	-	22.83	-	-	
ЭНЕРГЕТИКА											
ОГК-1	2 648	-0.25	-0.58	-0.08	40.12	-1.24	26.76	22.60	18.49	10.68	
ОГК-2	1 846	-0.89	-2.11	-6.34	67.33	-6.91	53.35	20.40	22.39	11.08	
ОГК-3	2 519	-0.51	-2.42	-8.13	9.86	-8.13	18.54	36.99	9.57	19.81	
ОГК-4	6 316	-0.87	0.17	1.75	59.17	0.68	36.22	20.09	22.13	13.10	
ОГК-5	3 391	-0.66	3.84	2.20	13.79	1.00	33.49	24.50	17.11	12.74	
ОГК-6	1 610	0.54	8.60	2.07	90.83	2.57	20.85	31.86	12.92	15.08	
ТГК-9	1 244	0.00	0.00	-2.34	27.46	-2.34	9.90	11.92	8.51	6.86	
Русгидро	14 720	-1.31	-5.92	-7.19	17.51	-8.26	15.18	11.66	8.99	7.18	
ИнтерРАО	4 718	0.42	2.99	-1.43	1.95	0.89	-	34.63	-	13.42	
ФСК	18 952	3.41	18.18	23.98	34.22	23.98	-	21.58	-	10.19	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ											
Ростелеком	4 107	-1.08	-1.08	15.34	12.46	6.50	35.36	37.53	14.05	13.72	
МТС	17 020	-1.10	-2.33	-1.93	8.97	-2.70	16.94	11.77	-	-	
МЕТАЛЛУРГИЯ											
ГМК Норникель	48 945	1.13	2.45	11.84	61.10	6.06	18.82	9.85	11.11	6.72	
НЛМК	26 806	-1.73	-6.21	-2.19	39.48	-8.44	124.64	22.07	19.89	12.03	
ММК	13 161	-1.35	-1.02	7.99	18.65	5.85	56.73	28.92	15.91	10.25	
Северсталь	19 103	-0.38	-1.74	10.71	59.95	8.34	-	114.99	26.58	9.35	
Мечел	13 254	0.50	3.53	10.11	64.00	6.79	179.74	21.01	30.38	10.74	
Белон	1 000	0.55	0.31	3.04	17.59	4.42	38.76	9.73	15.78	5.88	
Распадская	5 948	-1.08	-1.05	5.83	35.85	5.09	51.01	21.65	23.92	14.23	
Полюс золота	11 045	-0.47	-2.15	-9.07	13.91	-10.54	34.34	22.84	20.33	13.75	
Полиметалл	6 970	2.10	-3.79	-8.35	86.22	-8.77	72.61	39.69	30.91	23.58	
УДОБРЕНИЯ											
Уралкалий	16 597	2.58	1.43	8.87	77.05	5.52	57.74	25.40	32.58	20.68	
Сильвинит	7 563	0.42	-0.01	5.71	25.31	3.91	22.74	14.15	13.22	10.27	
Акрон	2 273	2.62	7.35	28.98	45.15	24.31	10.15	14.17	14.89	10.14	
ПРОЧИЕ											
Аэрофлот	2 917	-0.94	-1.33	-0.80	42.30	-2.47	32.70	14.29	10.55	7.06	
Седьмой континент	628	-0.06	0.83	0.48	-5.62	0.75	17.22	14.60	7.50	6.87	
Магнит	12 130	-1.54	-3.41	1.60	93.85	-0.59	44.09	36.36	26.04	20.27	
ПИК	2 096	-1.89	-1.16	-2.98	-18.24	2.51	-	2.78	-	-	
Система Галс	381	0.45	0.81	0.11	-8.43	-1.12	-	-	-	-	
ЛСР	3 879	0.81	3.50	10.40	58.29	8.77	26.10	35.92	10.18	13.63	
МИРОВЫЕ РЫНКИ											
		Абсолютное изменение, %									
	Последнее значение	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года					
Индекс S&P	1299.5	0.22	1.51	3.26	19.83	3.33					
Индекс РТС	1911.6	0.00	1.42	8.03	30.84	7.98					
USD/EUR	1.3 702	0.00	0.88	4.38	-1.94	2.51					
RUB/USD	29.62	0.00	1.08	2.34	2.50	3.10					
RUB/EUR	40.53	0.18	0.25	-1.80	4.64	0.71					
Золото, \$ Oz	1313.28	-0.67	-2.25	-6.53	21.69	-7.43					
<i>Данные Bloomberg</i>											

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.