

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 30 декабря 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ГМКНорНик	7195	5.8
Ростел -ао	150.55	4.2
РБК ИС-ао	51.88	2.8
Магнит ао	4065	2.3
Сургнфгз	31.429	2.3
Татнфт Зап	84.9	1.7
СевСт-ао	515	1.4
Система ао	27.152	1.3
ОГК-5 ао	2.812	1.3
Сургнфгз-п	15.61	1.2
ПолюсЗолот	1901	1.1
ММК	32.639	1.1
Новатэк ао	327.99	0.9
Татнфт Зао	148.2	0.9
УралСви-ао	1.43	0.6
РусГидро	1.64	0.6
Роснефть	221	0.6
Газпрнефть	128.08	0.5
Уркалий-ао	213.95	0.4
ФСК ЕЭС ао	0.367	0.3
ЛУКОЙЛ	1745	0.2
Ростел -ап	80	0.1
МТС-ао	258.01	0.1
Сбербанк	104.35	-0.1
Сбербанк-п	75.71	-0.2
ВТБ ао	0.1006	-0.5
ГАЗПРОМ ао	192.5	-1.0
Аэрофлот	77.4	-1.2
Транснф ап	38148	-2.1
ОГК-3 ао	1.671	-2.3

Вчерашний рост по индексу ММВБ составил 12.8 пунктов, из них +9.5 дал «Норникель». В относительных цифрах прирост составил +0.77%, показывая прирост с начала года 22.5%. Можно сказать, что в «Норникеле» повторяется история лета 2008 года, когда акционеры делили его и выкупали с рынка бумаги.

Компания объявила об обратном выкупе акций (buyback) на общую сумму \$4.5 млрд. по цене \$252 за акцию, текущая цена \$236, закрытие предыдущего дня было - \$224, соответственно, выкуп проводится примерно на 10% выше рыночной цены на момент объявления (см. далее в разделе «вкратце»).

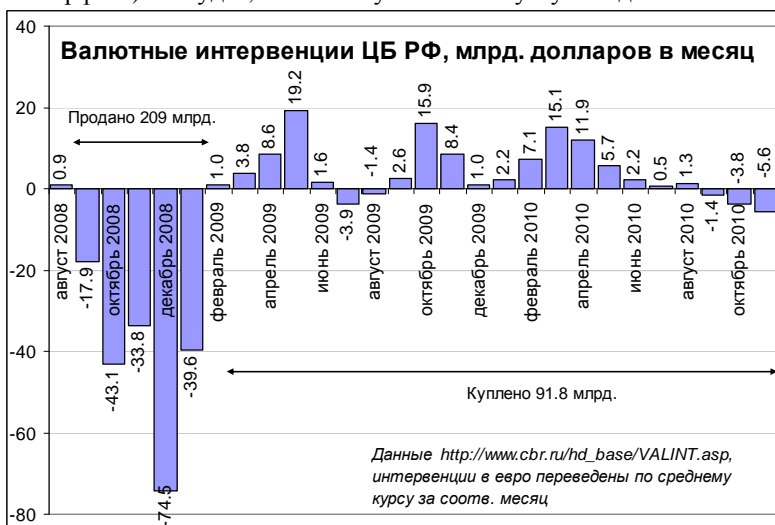
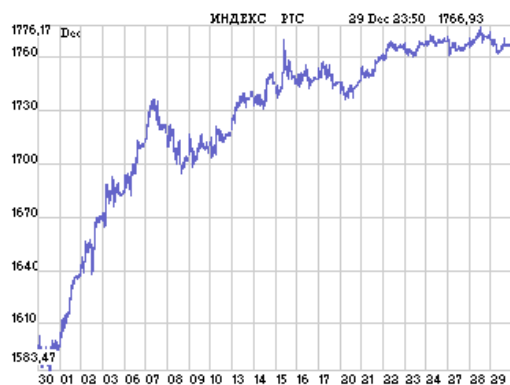
Рубль прекратил укрепление, если 28 декабря он доходил до 30.2 руб./\$, то вчера повышался до 30.52 и сейчас находится на 30.4. Bloomberg объясняет коррекцию тем, что «местные» трейдеры продавали перед праздниками рубли. В таком заявлении, возможно, есть некоторый смысл, тренд на укрепление рубля продолжается весь декабрь, в начале которого курс был чуть выше 31.5 руб./\$. Логично ожидать, что есть накопленные прибыли у спекулянтов, которые они хотят «зафиксировать», чтобы не связываться с неожиданностями длительных каникул. К примеру, цены на нефть могут понизиться, и рубль «отмаркирует» это движение худшим открытием на первых торгах 11 января. Безусловно, рубль будет торговаться на межбанке (и иностранном также) и в выходные, но этот рынок будет неликвидным и разрозненным.

По рублю вчера прошли довольно важные новости. Мы уже писали, что из официального документа, определяющего монетарную политику «Основные направления...» исчезли упоминания о том, когда будет введен режим свободного плавания (означающий, что ЦБ РФ перестанет опекать рубль, и что он будет складываться рынком). Премьер Путин вчера заявил, что «завтра этого (полного перехода к свободному курсу рубля - Интерфакс) не будет, но к этому потихоньку нужно двигаться. Мы

обсуждали это неоднократно с ЦБ и у нас общая позиция». По его словам, экономика должна созреть. Также он сказал, что если бы курс рубля "улетел бы", но этого удалось не допустить. И, главное, переход к свободно плавающему курсу рубля – «это желаемая будущая перспектива». Правда, на конкретный вопрос «когда», он ответил: «Посмотрим, все зависит от того, как будет развиваться экономика».

Ранее в «Основных направлениях» и комментариях указывалось, что свободное плавание начнется с 2012 года. В декабре Улюкаев сказал, что это возможно «в ближайшие два года». Согласно «несовместимой троице» Манделла, проведение независимой монетарной политики, при открытых рынках капитала в России, возможно только если перестать контролировать рубль – то есть перейти к свободному плаванию. При этом стерилизованные

Рынки накануне:



интервенции на рынке будут возможны, но необходимость стерилизации будет сильно ограничивать свободу маневра Центробанка и правительства.

В этом смысле нам нравится, что заявление о свободном плавании исходит из уст Путина – мы являемся горячими сторонниками этого режима, в котором на деле находятся практически все развитые страны. Привязка валюты и управляемые валютные курсы, с нашей точки зрения, являются рудиментом эпохи золотого стандарта. Такая политика изначально является инфляционной (даже в случае с Китаем, у которого закрыто движение капитала). Мы думаем, что рано или поздно все страны придут к этому режиму, он является залогом стабильных цен, предсказуемой и низкой инфляции в стране. Такой режим позволяет легче переживать рецессии и не усугублять тяжесть спада, как это случилось в России в кризис (где мы считаем, что Центробанк виноват, скажем, в половине случившегося обвала реального объема ВВП на 10.9% 2 кв. 2008 – 2 кв. 2009).

На графике выше мы приводим официальные данные по интервенциям, декабрьские показатели пока неизвестны, но, вероятно, они окажутся небольшими по объемам. Мы ожидаем, что рубль продолжит укрепляться. Осеннее снижение рубля было связано с малопредсказуемыми потоками капитала. Вчера первый зам ЦБ РФ А.Улюкаев заявил, что отток капитала из России составит от \$25 до \$30 млрд. Кроме оттока по линии частного бизнеса, минус по счету капитала обеспечил Центробанк, с января по ноябрь 2010 года включительно составил \$35 млрд., что даже больше чем частный отток. Вероятно, что годовая величина накопленных интервенций останется примерно на том же уровне, так что годовой «отток» по линии счета капитала будет \$60-\$65 млрд.

Можно полагать, что в будущем движение частного капитала *в среднем* будет близко к нулю, возможны временные притоки и оттоки (как это было осенью), но они не будут носить систематический характер. Если Центробанк отстранится от интервенций, то есть создаваемые им систематические возмущения по счету капитала исчезнут, то с нашей точки зрения это будет способствовать укреплению рубля.

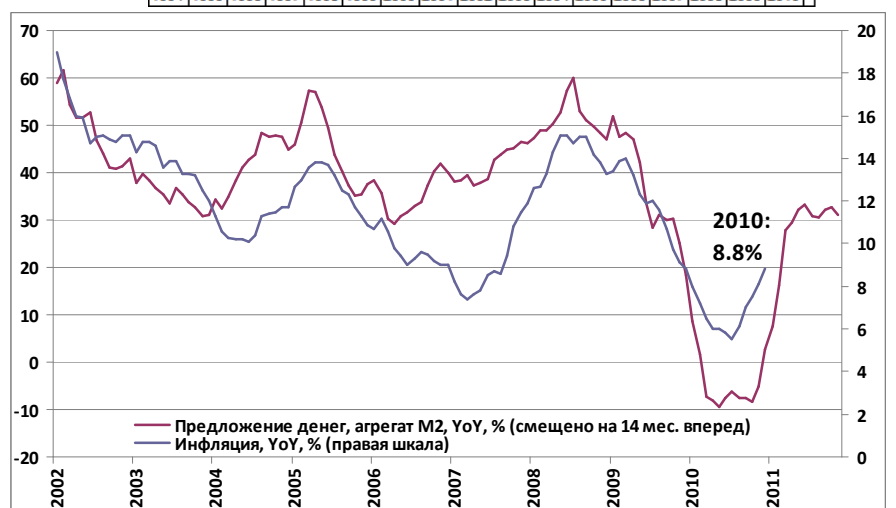
В платежном балансе счет текущих операций (в котором главная статья чистый экспорт) должен быть равен счету капитала со знаком минус. Если счет капитала России станет околонулевым, то должен быть околонулевым счет текущих операций. А это означает, что экспорт должен быть примерно равен импорту. Экспорт из страны примерно стабилен (мы не ожидаем больших изменений объемов продажи нефти и газа и даже больших колебаний цен на нефть в ближайшие годы, предполагая уровни в районе \$70-\$100). Импорт должен подняться до уровней близких к экспорту, для этого покупательная способность внутренний рублевых зарплат должна позволить россиянам покупать больше импортных товаров – суть, укрепление рубля.

Кто-то может сказать, что рубль укрепился слишком сильно, но мы с этим не согласны. Справа приведен график реальных курсов болгарской валюты и рубля. Экономисты должны оперировать реальными курсами, поскольку номинальные 30.5 руб. сейчас и 30.5 руб. в 2002 году несопоставимы между собой. Рубль ужасно укрепился в 2000-е благодаря ценам на нефть. Но



даже после этого мы не считаем, что этот тренд завершен.

Вчера Росстат опубликовал очередную недельную инфляцию, которая на последней полной неделе декабря составила 0.3%. Этот показатель считается по меньшему набору цен, нежели ежемесячный показатель. Накопленная инфляция с начала года по 29 декабря составила 8.7%, так что годовой показатель будет либо 8.7% либо 8.8%. У нас нет никаких сомнений, что источником инфляции является бюджетно-денежно-валютная политика государства. На



традиционном графике мы сравниваем колебания 12-ти месячных темпов роста M2 с 12-ти месячными темпами

инфляции. Колебания M2 смещены вперед на 14 месяцев. В некоторых версиях графиков мы пробовали использовать лаг до 16 месяцев. Исходя из известной фразы Милтона Фридмена деньги имеют «long and variable lag» (большой и переменный лаг), поэтому нет нужды заикливаться на точности в этом вопросе. Экономика меняется, в определенные моменты она больше отзывается на монетарные возмущения, в другие - меньше.

Скептики могут сказать, что приведенный нами график является лишь подгонкой. На деле в науке экономике, увы, нет прямых и точных доказательств и нет «железобетонных» теорий. Исследователи рассматривают зависимости и пытаются сделать выводы на основе наблюдаемых данных. К примеру, есть определенная (небольшая) часть экономистов, считающих, что деньги не влияют на инфляцию, они могут ссылаться на тарифы, требования работников по зарплатам, коррупцию или что-то еще. Мы считаем, что на больших отрезках деньги определяют практически весь размер инфляции. Хотя и возможны временные отклонения в индексе цен, как этим летом на удорожании продуктов питания в связи с погодой.

Вкратце:

- Правительство утвердило новую формулу расчета экспортных пошлин на нефтепродукты, которая предполагает выравнивание ставок для светлых и темных продуктов к 2013 году (см. таблицу). Таким образом, к 2013 году ставки на нефтепродукты будут унифицированы на уровне 60% от нефтяных. Ранее Минфин предлагал установить ставки на уровне 85-90% от нефтяных, чтобы снизить дефицит бюджета. Заметим, что новые пошлины снижают прибыльность экспорта темных нефтепродуктов и повышают привлекательность экспорта светлых продуктов. По замыслам Минэнерго новые ставки простимулируют нефтяные компании модернизировать нефтеперерабатывающие мощности и повысить глубину переработки нефти на российских НПЗ.

Утвержденная формула расчета пошлины на нефтепродукты

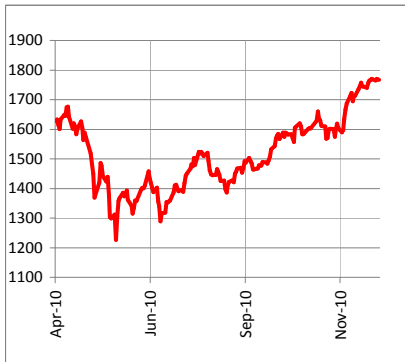
	Ставка пошлины в декабре 2010 года (долл. за тонну)	Коэффициент расчета пошлины по принятой формуле		
		2011год	2012год	2013 год
Нефть	303,8	1	1	1
Светлые нефтепродукты	217	0,67	0,64	0,6
Темные нефтепродукты	116,9	0,467	0,529	0,6

Источник: ИА РБК

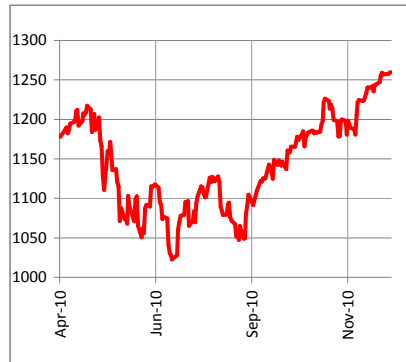
- «ВТБ» приобрел 27,8% акций «ТрансКредитБанка» («ТКБ»). Ранее «ВТБ» планировал до конца 2010 года приобрести контрольный пакет в «ТКБ». Возможно, сегодня будет вторая часть сделки, которая увеличит долю «ВТБ» до контрольной. Полностью «ТКБ» планируется консолидировать в течение ближайших трех лет. Цена сделки не раскрывается, однако ранее наблюдательный совет «ВТБ» установил цену приобретения в 2,2 к капиталу, что относительно дешево, учитывая прибыльность «ТКБ».
- Похоже, градус отношений между основными акционерами «Норникеля» начал повышаться. После того, как «Русал» отказался продавать 25% «Норникеля», последняя заявила об обратном выкупе собственных акций. На эти цели планируется потратить до \$4,5 млрд. Бумаги будут приобретаться в течение 12 месяцев по \$252 за акцию. Данное решение «Норникеля» «Русал» описал как действия, «направленные исключительно на обогащение одного конкретного акционера за счет остальных» и намерен его обжаловать. Пока миноритарии только выигрывают от конфликта между крупнейшими акционерами: вчера бумаги «Норникеля» выросли на 5,8% до \$237 за штуку; еще +7,4% и стоимость акций достигнет исторического максимума.
- «Ведомости» сегодня публикуют статью о том, что на российском телекоммуникационном рынке, возможно, надувается пузырь. Как пишет газета со ссылкой на iKS-Consulting, покупатели переплачивают за интернет-провайдеров. Так Baring Vostok Capital Partners приобрел 10% в «Эр-телекоме», исходя из оценки в 13-19 EBITDA, а «Центртелеком» заплатил 11 EBITDA за «Акадо», что очень дорого. Возможно, покупатели готовы платить премию в надежде повысить цены после того, как они займут значительную долю рынка. Однако из исследований iKS-Consulting следует, что доходы операторов растут медленнее, чем клиентская база, т. е. снижается показатель ARPU (доход с одного абонента), несмотря на рост трафика. Да и сотовые операторы в будущем могут составить конкуренцию проводным операторам за создания сетей 4G.

Конъюнктура рынков:

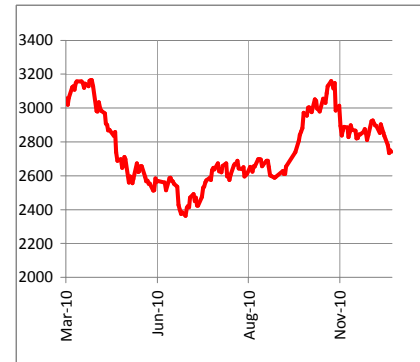
Индекс РТС



Индекс S&P 500



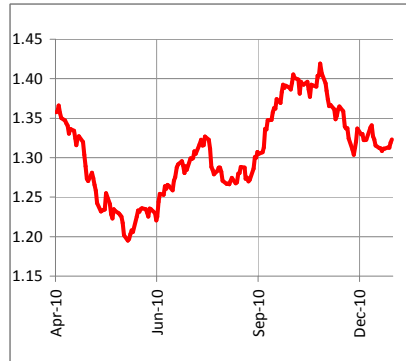
Индекс Shanghai SE Composite



Курс RUB/USD



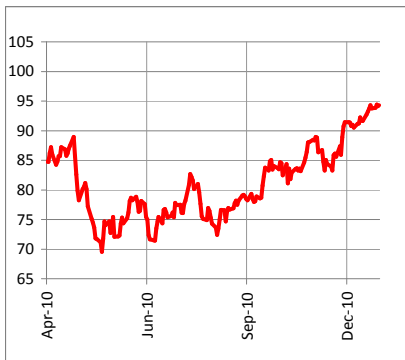
Курс USD/EUR



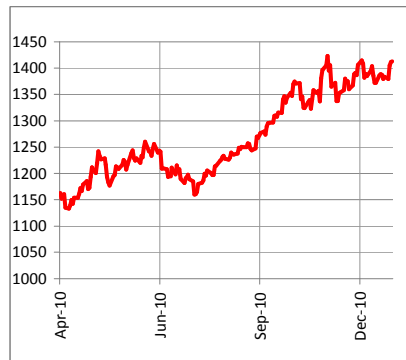
Курс JPY/EUR



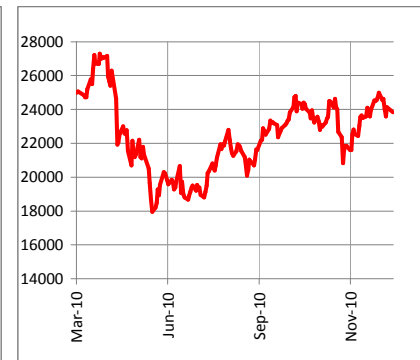
Нефть Brent, \$/барр.



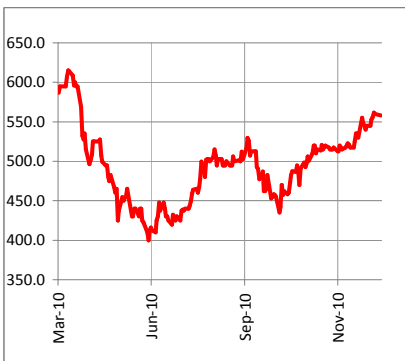
Золото, \$/Oz



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	150 012	-0.92	-2.07	10.44	5.68	5.13	6.08	5.28	5.81	4.60
Новатэк	32 722	0.78	3.91	22.09	92.73	92.57	39.73	25.58	27.68	18.03
Роснефть	77 063	0.69	-0.24	6.11	-12.00	-12.29	11.27	7.63	6.72	5.11
ЛУКОЙЛ	48 837	0.22	-0.94	0.31	3.22	2.94	6.97	5.74	3.98	3.65
Газпром нефть	19 966	0.30	-0.74	2.57	-21.52	-21.78	6.63	6.10	5.25	4.48
Сургутнефтегаз	36 915	2.33	1.57	6.07	17.81	17.07	10.05	7.91	-	2.62
ТНК-ВР	40 792	0.00	0.74	10.57	58.14	57.68	7.88	6.52	5.17	4.38
Татнефть	10 629	1.10	-0.64	0.05	6.79	6.16	6.18	6.38	4.90	4.75
БАНКИ										
Сбербанк	74 044	-0.26	-2.42	2.47	27.35	25.40	95.98	15.43	-	-
ВТБ	34 552	-0.59	-3.00	0.21	44.07	44.72	-	20.94	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	2 614	1.25	1.34	9.86	64.50	64.95	26.42	27.86	20.11	12.93
ОГК-2	1 916	-0.22	-4.71	0.68	93.58	94.00	55.37	24.21	23.50	13.49
ОГК-3	2 617	-2.05	-2.84	0.00	14.65	14.33	19.26	55.71	10.41	22.18
ОГК-4	6 048	0.00	-5.63	-6.63	80.56	80.11	34.68	21.09	21.44	13.77
ОГК-5	3 272	1.22	-3.37	-0.99	30.49	31.03	32.32	25.00	16.84	12.22
ОГК-6	1 527	-0.62	4.05	8.86	91.99	92.50	19.78	36.02	11.98	14.01
ТГК-9	1 212	-2.08	-2.08	-3.59	50.40	50.40	9.64	8.72	6.98	4.32
Русгидро	15 557	0.68	-1.15	-0.67	43.56	44.19	16.04	12.11	9.39	7.60
ИнтерРАО	4 578	-1.84	-0.21	0.21	1.53	-0.05	-	34.09	-	13.18
ФСК	14 853	-0.27	2.23	0.27	14.38	14.73	-	17.21	-	8.07
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 608	4.00	2.51	8.02	1.32	1.29	31.06	29.29	7.47	7.62
МТС	16 936	0.16	-0.80	1.64	17.46	16.50	16.86	11.71	-	-
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	45 191	5.99	6.41	18.75	69.51	69.96	17.38	9.21	10.58	6.50
НЛМК	27 758	3.95	2.25	19.79	54.60	53.20	129.07	22.06	20.72	12.37
ММК	11 999	1.05	0.52	4.92	27.94	30.39	51.72	23.43	14.44	8.86
Северсталь	17 086	1.63	-0.03	15.15	103.23	103.51	-	117.91	23.96	8.52
Мечел	11 960	1.97	-2.00	17.99	80.22	80.05	162.18	18.99	28.57	10.04
Белон	941	-0.40	-3.15	-0.28	31.29	32.20	36.50	8.45	14.37	5.26
Распадская	5 511	0.64	2.09	13.53	46.88	46.65	47.27	20.31	22.21	13.05
Полюс золото	11 934	0.83	-1.55	6.73	20.17	19.82	37.11	24.74	22.00	14.94
Полиметалл	7 489	1.07	0.15	-0.02	103.37	101.63	78.02	41.72	33.10	24.87
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	14 952	0.67	0.11	25.01	69.84	70.46	52.02	25.28	29.35	18.43
Сильвинит	6 975	0.06	-2.02	4.00	14.75	14.60	20.97	13.38	12.30	9.79
Акрон	1 744	1.56	-0.05	16.74	29.78	29.24	7.79	10.39	12.27	7.97
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 828	-1.30	-3.37	-3.17	45.88	46.52	31.70	15.55	10.08	7.04
Седьмой континент	609	0.02	-0.11	-0.54	9.72	7.81	16.70	13.72	7.28	6.68
Магнит	11 886	2.18	1.76	11.83	87.99	87.82	43.20	35.42	25.37	19.68
ПИК	2 025	-3.82	-6.47	6.38	1.85	1.09	-	2.69	-	-
Система Галс	373	0.51	3.02	5.48	18.93	18.66	-	-	-	-
ЛСР	3 461	1.09	1.38	16.02	80.39	76.64	23.29	23.98	9.13	10.68
МИРОВЫЕ РЫНКИ										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года				
Индекс S&P	1259.8	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.					
Индекс РТС	1766.9	0.10	0.41	6.71	11.84	12.97				
USD/EUR	1.3 230	-0.05	0.06	10.62	23.83	22.31				
RUB/USD	30.4	0.31	0.88	1.46	-7.73	-7.68				
RUB/EUR	40.22	0.16	0.54	3.53	-0.28	-1.19				
Золото, \$ Oz	1412.9	-0.13	-0.31	2.03	8.08	7.09				
Данные Bloomberg		0.07	2.43	1.78	29.34	28.61				

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.