

# Оперативный обзор фондового рынка

среда, 30 марта 2011 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
РБК ИС-ао	43.998	2.1
<b>Сбербанк</b>	106.26	0.0
УралСви-ао	0	0.0
Сургнфгз-п	16.688	-0.5
Система ао	34.952	-0.6
<b>ГАЗПРОМ ао</b>	224.01	-0.7
Сбербанк-п	72.72	-0.7
Татнфт Зап	102.59	-0.7
Новатэк ао	372	-1.0
МТС-ао	256.01	-1.2
<b>Татнфт Зао</b>	179.96	-1.2
ПолюсЗолот	1661.7	-1.3
<b>Сургнфгз</b>	29.887	-1.4
РусГидро	1.419	-1.5
<b>ЛУКОЙЛ</b>	1995	-1.6
Аэрофлот	72.2	-1.6
<b>ГМКНорник</b>	7432	-1.6
СевСт-ао	549	-1.6
Магнит ао	3925.2	-1.6
ВТБ ао	0.098	-1.7
<b>Транснф ап</b>	39830	-1.8
Уркалий-ао	230.5	-1.9
ММК	31.05	-2.0
Ростел -ап	88.52	-2.0
ОГК-3 ао	1.3127	-2.1
<b>Газпрнефть</b>	147.94	-2.1
ФСК ЕЭС ао	0.3885	-2.1
ОГК-5 ао	2.4958	-2.1
Ростел -ао	170.17	-2.4
<b>Роснефть</b>	264	-2.5

валют стран-партнеров по внешнеэкономической деятельности и скорректирован на инфляцию в измеряемых валютных зонах. В итоге мы получаем «реальное» измерение курса, сопоставимое само с собой (тогда как 28 руб. за доллар сейчас и вначале 2000-го года - это две большие разницы, такие курсы не сравнимы из-за инфляции). Последняя точка индекса за февраль показывает, что рубль находится на максимуме. Провал девальвации 2008-го года отыгран, и в этом смысле кризис в рубле закончился.

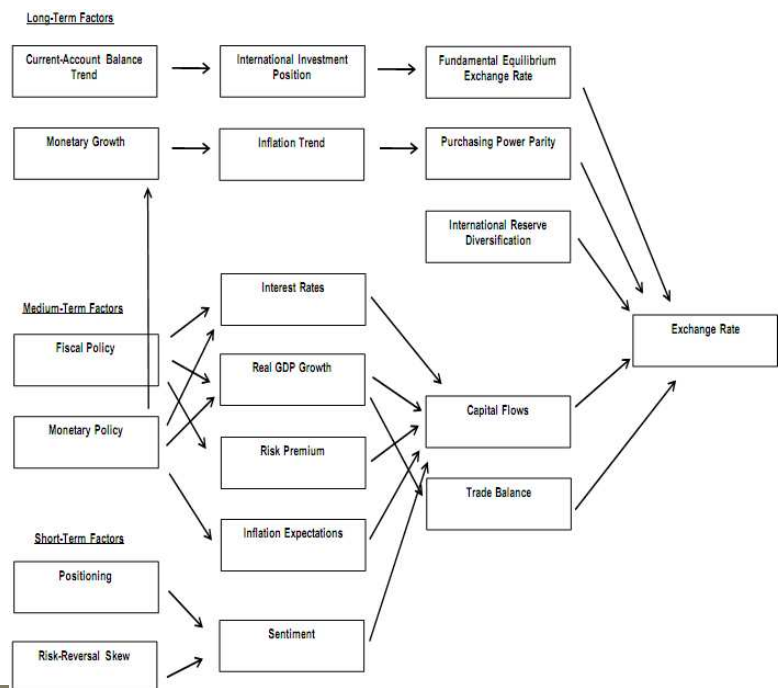
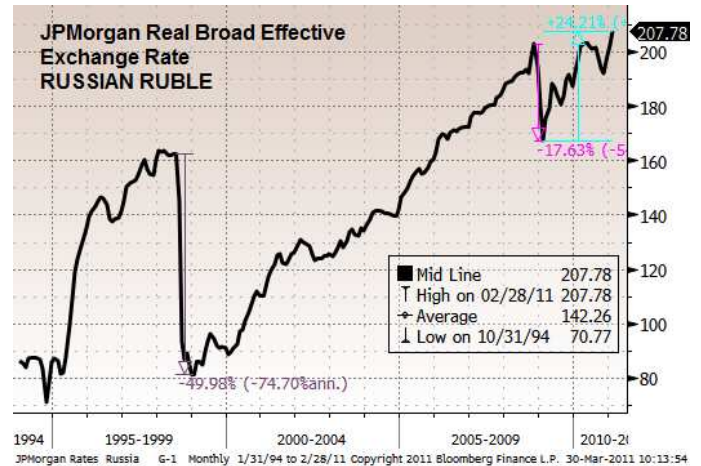
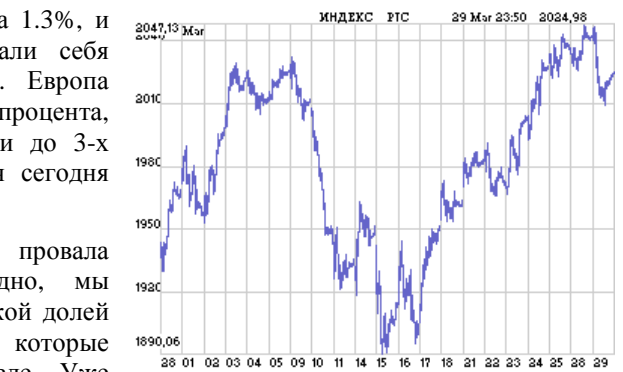
Кто-то может сослаться на то, что предкризисный максимум курса рубля в 23/доллар не сопоставим с текущим 28/доллар. Это некорректно, номинальные величины не сравнимы. С августа 2008 года в рублях набегала инфляция в размере 26%. В долларах инфляция за этот же период составила всего 1.6% (во многом из-за дефляции в кризис, так в США с августа 2008 по декабрь 2008 цены упали на 3.4%). Соответственно цифра в 23 руб./\$ превращается в  $23 \cdot (1+26\%) / (1+1.6\%) = 28.52$  руб./\$. И выходит,

Вчера индекс ММВБ упал на 1.3%, и российские акции чувствовали себя хуже, чем мировые рынки. Европа закрылась с минусами в доли процента, США ночью успели вырасти до 3-х недельного максимума, Азия сегодня растет.

Особых причин для провала российских акций не видно, мы связываем колебания с высокой долей спекулянтов в стране, которые тяготеют к быстрой торговле. Уже вчера во второй половине дня провал отыгрывался обратно, и мы ждем, что это продолжится и сегодня. Итог: колебания без особого смысла.

Цены на нефть застыли в районе \$115/баррель (бrent, ICE), оставаясь около этих уровней почти весь март. Курс рубля также стагнирует на 28.4 за доллар.

Справа мы приводим график реального эффективного обменного курса рубля. Это индекс, рассчитываемый JPMorgan, безразмерный, нормирован 2000-м годом (=100). Индекс измеряется относительно стоимости



что текущий курс в 28.4 руб./\$ даже выше, чем предкризисный. Именно поэтому мы и должны смотреть на «реальные» курсы, подобные представленному от JPMorgan. Кроме того, сравнение только с долларом не корректно – поскольку американская валюта сама по себе является не твердой и подвержена колебаниям. Измерение к корзине валют стран партнеров - это один их выходов не слишком идеальный, но лучше чем ничего. Такова наука экономика – в ней нет ничего идеального, увы.

На предыдущей странице мы представляем схему прогнозирования курса валюты, которая пытается учесть все возможные факторы. Как видно, схема крайне сложна, в реальности очень трудно квантифицировать все «стрелочки» между блоками. В экономике невозможно поставить эксперимент «при прочих равных», разные факторы воздействуют одновременно и поэтому нельзя определить точную степень влияния. Анализируя одну часть схемы, строя прогноз легко упустить влияние с другой части. Поэтому прогнозы курса аналитиками, сколь бы сильно они не старались (как и любых других показателей) будут носить условный характер.

Из приведенного выше примера ясно, что инфляция очень важна. Вчера председатель Центробанка РФ Сергей Игнатьев заявил, что годовая инфляция в стране может замедлиться до 3 процентов уже через 4 года. Это было сказано на совещании с премьером В.Путиным. Также Игнатьев пообещал снижение темпов роста цен до 5-6% в следующем году и 6-7% в этом. Мы сомневаемся в том, что инфляция 2011 года окажется низкой, но не сомневаемся, что при политической воле инфляцию можно сбить до 3% уже очень скоро.

Инфляция – это то, к чему россияне привыкли, она кажется вечной и непобедимой. Но большая и устойчивая (не разовая!) инфляция всегда следствие политики правительства. Как сказал Милтон Фридман «всегда и везде монетарный феномен». Мы ожидали, что победа над ростом цен состоится уже в 2012 году, таковы были декларации правительства и Центробанка. Напомним, что с 2011 года Россия должна была начать (и как будто даже начала) режим «таргетирования инфляции». Однако политики продолжали эмитировать рубли из Стабфонда, Центробанк проводил интервенции в ослабление курса, поэтому денежное предложение остается вне контроля, и цены растут.

Тем не менее, мы не теряем надежду, что политики наконец-то прекратят подобную политику. Некоторые основания к этому есть. Декларации сопровождаются сокращением траты Стабфонда, правительство больше прибегает к заимствованию, а Центробанк уже не так активен на валютном рынке.

## Вкратце:

- В. Алекперов назвал текущие цены на нефть несправедливыми. По его словам, справедливый уровень составляет \$70-85 за баррель. Именно в таких ценах заинтересован «ЛУКОЙЛ», «так как они помогают всей экономике в целом, рост которой, в свою очередь, обеспечивает увеличение спроса на углеводороды. Заметим, что ОПЕК также находит справедливыми уровни в \$70-80 за баррель.
- Вчера появились некоторые подробности планов «Сбербанка» по выпуску ADR. Расписки будут первого уровня и могут быть размещены в ходе приватизации госпакета. Объем выпуска в виде ADR составит 3-4% от капитала, но в перспективе их доля может быть доведена до 25%. По словам Г. Грефа, первый этап выпуска может начаться в июне этого года. Заметим, что «Сбербанк» уже много лет обещает запустить программу расписок, однако до сих пор никаких заметных движений не было.
- Центробанк по итогам 2011 года прогнозирует инфляцию в 6-7%. По словам С. Игнатьева, это вполне реальная цель при условии, что будет нормальный рост производства. Мы находим эти цифры оптимистичными и считаем, что чрезмерное печатание денег в 2009-2011 гг. приведет к росту инфляции выше отметки в 8-9%. В перспективе 4-6 лет Центробанк прогнозирует инфляцию в 3-5%. На наш взгляд, такие уровни будут достигнуты только при условии, что Центробанк вместо курса рубля будет таргетировать инфляцию.
- Аппетиты «Транснефти» продолжают расти. Монополия предлагает повысить тариф на прокачку нефти на 3-4%, хотя ранее просила 2-3%. Как объясняет представитель компании, чем позже повысят тарифы, тем будет выше процент. Заметим, что «Транснефть» просит повысить тарифы из-за того, что нефтяники начали прокачивать меньше нефти по системе. Отчасти это связано и с тем, что нефтяные компании развивают собственную инфраструктуру и снижают объемы прокачки нефти по системе «Транснефти».
- «Ведомости» пишут, что в правительственной стратегии-2020 предлагается отказаться от экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты. Чтобы бюджет не потерял, предлагается повысить НДС, акцизы и ввести новый налог – на углерод. В результате, отказ от пошлин приведет к резкому росту внутренних цен на нефть и нефтепродукты. По мнению разработчиков, сейчас экспортные пошлины субсидируют отечественных потребителей сырья и энергоносителей. И рост внутренних цен на сырье вынудит их модернизироваться. Заметим, что правительство сделало два шага в сторону повышения внутренних цен: либерализация рынка электроэнергетики и повышение тарифов на газ. Однако через некоторое время пришлось сделать шаг назад и ограничить темпы роста цен электроэнергии и газа. Не исключено, что и с этими инициативами может

получиться такая же история. Вначале введут новую систему налогообложения, когда потребители начнут жаловаться на рост стоимости нефти и нефтепродуктов, вернут экспортную пошлину.

- «Евросибэнерго» предлагает «Русгидро» блокирующий пакет в обмен на 40% в «Иркутскэнерго». В результате этой сделки доля «Евросибэнерго» в иркутской компании возрастет до 90,19%. По текущим котировкам, 40% «Иркутскэнерго» стоят \$1,5 млрд. Примерно в такую же цену оценивает 25% акций «Евросибэнерго» на предстоящем осенью IPO. Скорее всего, «Русгидро» пойдет на эту сделку, так как в прошлом году компания высказала свою заинтересованность получении доли в «Евросибэнерго»..

## Местное:

- «Аэрофлот» из-за перехода на летнее расписание увеличивает количество рейсов по маршруту Пермь-Москва. Теперь вместо 7 рейсов в неделю, авиакомпания будет осуществлять 21.
- Агрохолдинг «Ашатли» при помощи Пермского УФАС отстаивает свои права на дизайн и оформление бутылки из-под молока. В середине июля прошлого года в пермских магазинах появилось молоко от другого молокозавода в упаковке, копирующей бутылки «Ашатлей». Как считают в УФАС, такие действия расцениваются как недобросовестная конкуренция. Заметим, что это уже не первый прецедент копирования дизайна бутылок агрофирмы «Ашатли».

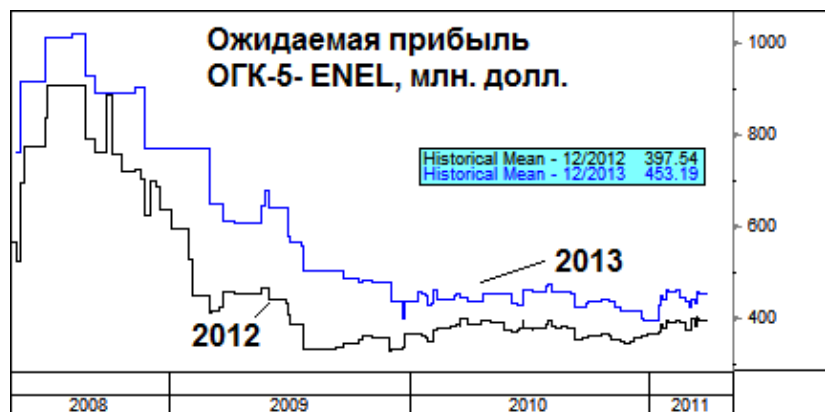
## Напоследок 1:

Мы предлагаем взглянуть на эволюцию ожиданий прибыли на 2012 и 2013 годы для компаний «ОГК-1» (принадлежит «ИнтерРАО ЕЭС») и «ОГК-5» (ENEL).

Аналитики в 2008-м ожидали, что прибыль «ОГК-1» в 2012 году будет примерно в 5 раз выше, чем ожидают сейчас.

По «ОГК-5» разочарование аналитиков чуть меньше. Считается, что наличие «адекватного» акционера ENEL приводит к большей рентабельности. «ОГК-5» сфокусирована на издержках и, похоже, добивается лучших результатов.

Возможно поэтому «ОГК5» и «ОГК-4», имеющие иностранных акционеров, ведут себя лучше, чем другие генерирующие компании. «ОГК-1» и «ОГК-3» (принадлежат государственному «ИнтерРАО») и «ОГК-2» и «ОГК-6» (принадлежат «Газпрому»).



## Напоследок 2:

Ниже сравнивается доходность инвестирования в начале 2008-го года по акциям «ЛУКОЙЛа», «Газпрома» и «ТНК-ВР», с учетом дивидендов (и реинвестированием их в этих же бумаги). Инвестиции в «ТНК-ВР» лидируют и дают более чем 2-кратный прирост (27.5% годовых). Тогда как «ЛУКОЙЛ» принес убыток в 10.5% за это время (минус 3.5% годовых), а «Газпром» -49.5% (минус 19.3% годовых). Все доходности долларové. «ТНК-ВР» ежегодно выплачивает очень большие дивиденды, доходность по 2010 году составляет около 12%, что оказывает хорошее влияние на результат. Несмотря на существенные выплаты, «ТНК-ВР» умудряется наращивать добычу, сейчас она находится на максимуме с момента создания совместного предприятия. Ожидается, что и дальше добыча в компании не будет падать.

<HELP> for explanation.

EquityCOMP

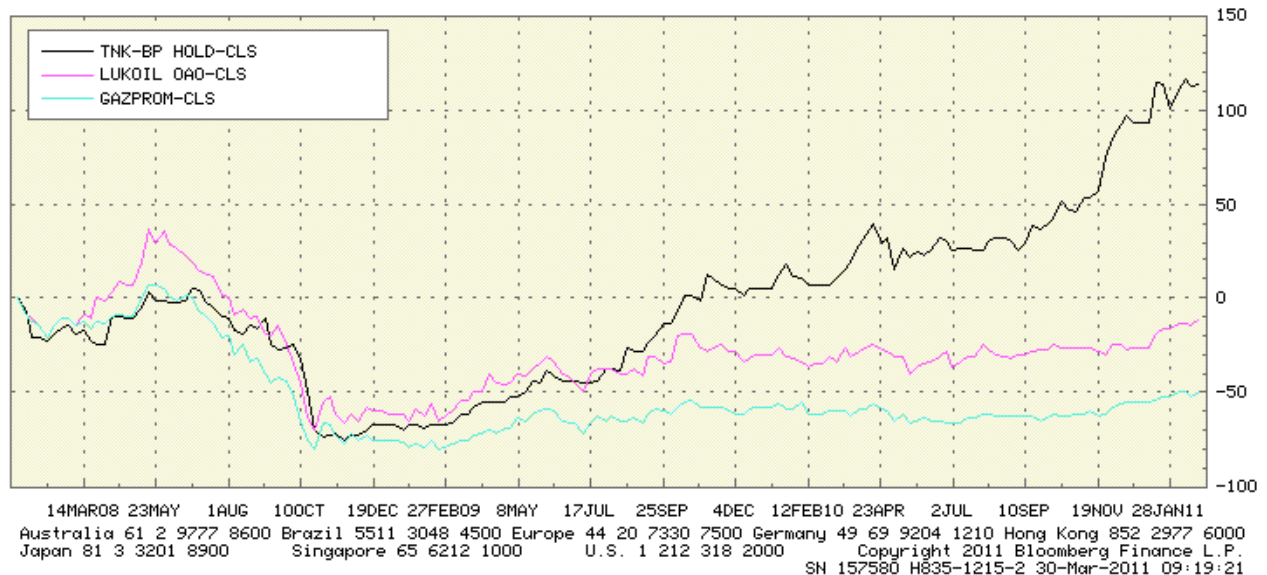
Hit 1<GO> for Options, Hit <Page> for table.

### COMPARATIVE RETURNS

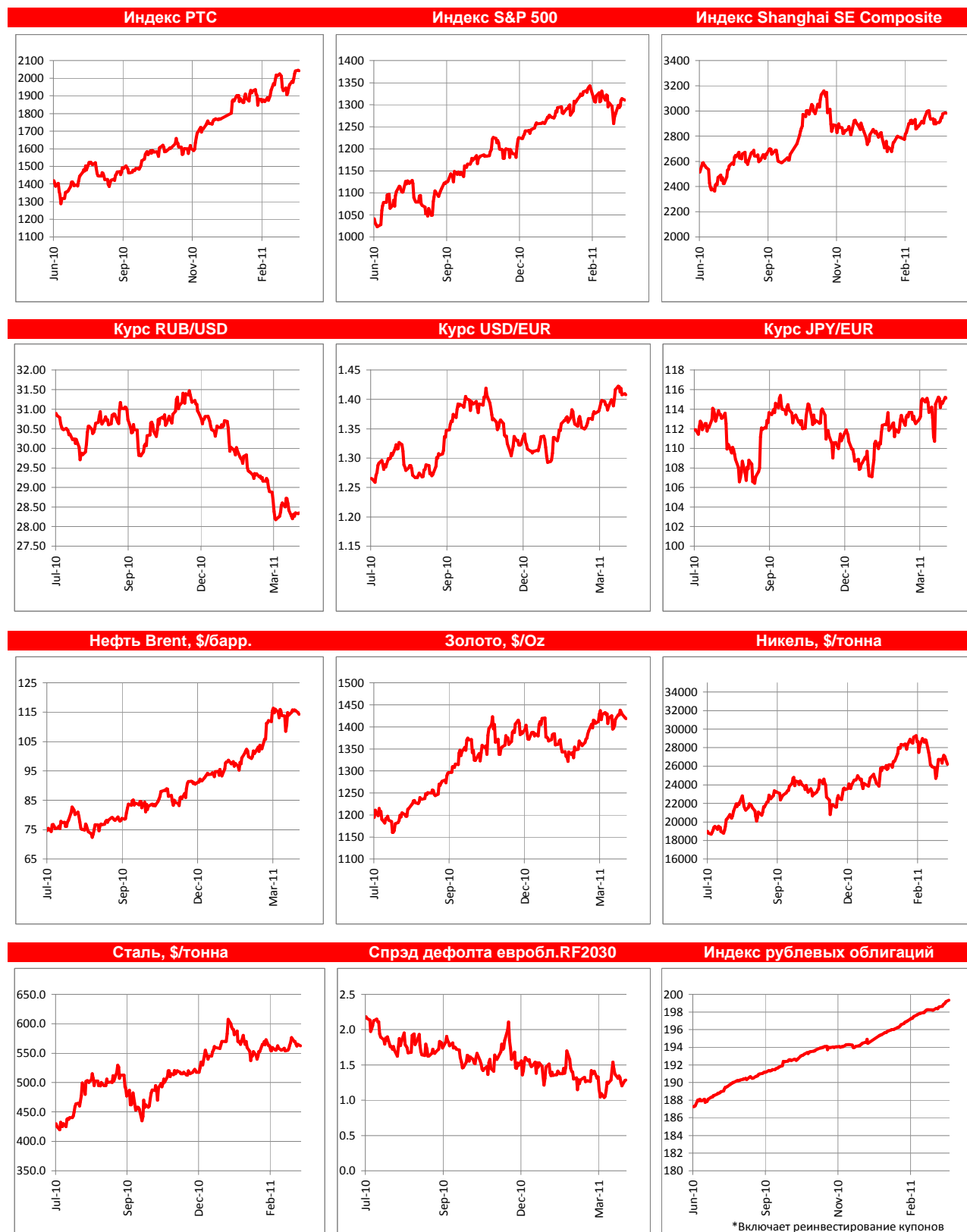
Page 1/12

Securities	Crncy	Prc Appr	Total Ret	Difference	Annual Eq
1 TNBP RU Equity	USD	36.99 %	113.61 %	124.12 %	27.48 %
2 LKOH RU Equity	USD	-17.36 %	-10.51 %		-3.49 %
3 GAZP RU Equity	USD	-50.68 %	-49.50 %	-38.98 %	-19.63 %

(\* = No dividends or coupons)



## 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.