

# Оперативный обзор фондового рынка

среда, 5 августа 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
РусГидро	1.21	6.9%
ФСК ЕЭС ао	0.248	4.2%
Ростел -ао	165.3	2.9%
РБК ИС-ао	34.46	2.4%
ПолюсЗолот	1304	2.3%
Ростел -ап	42.86	1.8%
ОГК-5 ао	1.379	1.6%
ГМКНорНик	3355	1.4%
СевСт-ао	222.7	1.1%
Роснефть	201.2	1.1%
Сбербанк	46.48	0.9%
Аэрофлот	33.28	0.7%
Сургнфгз	25.74	0.6%
Новатэк ао	125.5	0.3%
ГАЗПРОМ ао	170	0.2%
ЛУКОЙЛ	1606	-0.1%
Магнит ао	1302	-0.2%
Сургнфгз-п	10.07	-0.3%
ОГК-3 ао	1.658	-0.3%
Трансф ап	16150	-0.6%
МТС-ао	179	-0.6%
Татнфт Зап	42.9	-0.7%
Система ао	14.1	-0.8%
Газрнефть	111	-0.8%
Сбербанк-п	27.76	-1.0%
Татнфт Зао	128	-1.7%
ММК	19	-1.9%
УралСви-ао	0.494	-2.2%
Уркалий-ао	114.8	-2.2%
ВТБ ао	0.043	-2.5%

Рынок акций вчера почти не изменился, ММВБ +0.3%, РТС +0.6%. На рынке происходили «разнонаправленные движения», часть акций выросло, часть упало. Движения российских акций продолжают отражать движения мировых рынков, так, индекс S&P500 вырос также на 0.3% и продолжает оставаться на локальных, посткризисных максимумах, чуть выше круглой отметки в 1000 пунктов (примерно на треть ниже своих исторических максимумов).

Вчера неплохой рост показали акции «Русгидро», причины непонятны, можно вспомнить про недавние заявления Мебиуса. Формально вчера компания опубликовала отчетность за полугодие 2009 года, также можно вспомнить, что акции «Русгидро» явно отставали от рынка. По этой бумаге прошел самый большой однодневный объем в бумагах на ММВБ за всю ее короткую, 1.5 годовую историю торгов. Рост этой акции, вероятно, спровоцировал покупки в остальной энергетике, которая была лучше рынка.

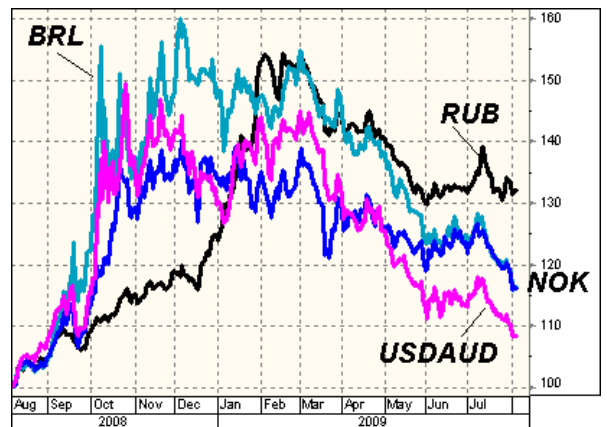
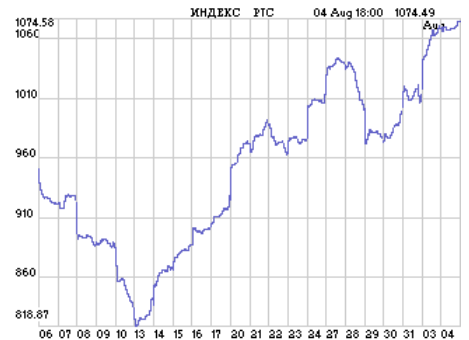
Котировки рубля продолжают сохранять стабильность (31.08 руб/\$ сейчас), тогда как другие валюты показывают минимум к доллару с сентября. Справа мы приводим

традиционный график сравнивающий движения рубля с бразильским реалом, австралийским долларом и норвежской кроней. Перечисленные валюты относятся к категории «dirty float», предполагающей, что центральные банки этих стран не проводят постоянных и активных интервенций на валютном рынке, то есть практически не регулируют курс. Эти страны, однако, проводят эпизодические интервенции, чтобы противостоять слишком сильным движениям (lean against wind). Рост валют по отношению к доллару отчасти отражают завершение кризиса (по крайней мере, финансового), капитал начинает возвращаться и «бегство за качеством» сменилось на обратный процесс.

На графике видно, что рубль стоит на месте, тогда как валюты снижаются, и это вызывает вопросы. Примерно после января российский ЦБ изменил тактику, теперь, также не проводятся регулярные интервенции, характер торгов стал более свободным, волатильность возросла и нет никакого ощущения, что дилеры ЦБ таргетируют некий курс или курс к бивалютной корзине. Соответственно, можно ожидать, что российский рубль последует за другими валютами, мы сохраняем свой прогноз, что девальвация завершена и что на конец года курс рубля к доллару будет ниже 30.

Тенденции роста стоимости активов подтверждаются поведением товарных

## Рынки накануне:

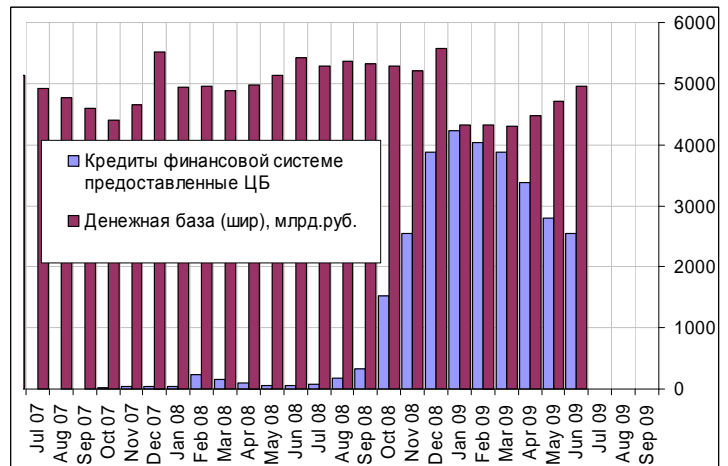


рынков. Есть большая синхронность того, как растут валюты, как растут товарные и фондовые рынки (мы опять выдвинем парадоксальное утверждение, что, возможно, это не рубль и не нефть упали, а доллар вырос ко всем активам, а теперь снижается). Рост товарных рынков – это еще одно подтверждение завершения кризиса, он показывает, что спрос на сырье восстанавливается. Заметно, что нефть несколько отстает по темпам от меди или никеля.

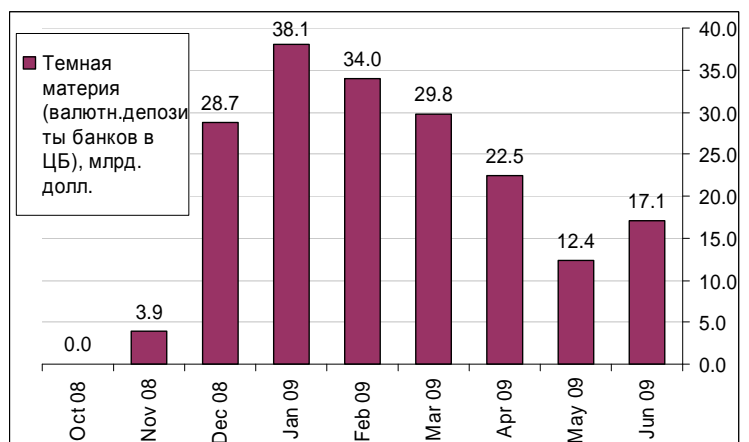
Вчера Росстат сообщил, что темпы инфляции слегка ускорились до 12% июль-июль, в июне 12-ти месячная инфляция составляла 11.9% (а на пике в сентябре – 15%). Снижение инфляции отражает рестриктивную политику Центрального банка РФ, который уменьшил денежное предложение чтобы остановить бегство из рубля. Это в свою очередь привело к большему спаду экономики, большей безработице и меньшей инфляции, чем могла бы быть. Очень похоже, что с января ЦБ уже не так беспокоится о курсе рубля (возможно, удалось переубедить Путина, что валютная стабильность не главное). Соответственно восстанавливается денежное предложение. Справа мы приводим график безналичных рублей плюс наличные, находящиеся в кассах банков (если добавить наличные за пределами банков - на руках у населения и наличные в кассах предприятий, получим денежную базу в широком определении). По большому счету, это тот ресурс, который определяет стоимость рублевых кредитов в стране. Ставка процента очень зависит от денежного предложения. Заметно, что количество рублей в банковской системе продолжает восстанавливаться (в прошлом июне был пик, возможно, сезонный). Это напрямую влияет на ставки.



Справа показана денежная база в широком определении (т.е. все рубль наличные и безналичные, обращающиеся в экономике) в сравнении с кредитами и депозитами ЦБ. Осенью, продавая доллары и чтобы не вымыть окончательно рубль из экономики (любая продажа активов ЦБ разрушает деньги) ЦБ был вынужден кредитовать банки. Размер кредитов остается очень большим и составляет более половины денежной базы. Кроме этого, существует канал правительства, которое изымает деньги со счета ЦБ и размещает их в банках. Таким образом, до сих пор большая часть денежной базы состоит из займов, причем дорогих займов. Вместе с дефицитом рублей, ставки по этим кредитам определяют высокую стоимость заемных ресурсов в стране и действуют депрессионно на экономику. Мы полагаем, что запарованные траты бюджетных фондов (для финансирования дефицита) смогут насытить экономику рублями только в 2010 году, и только тогда следует ожидать нормализации процентных ставок.

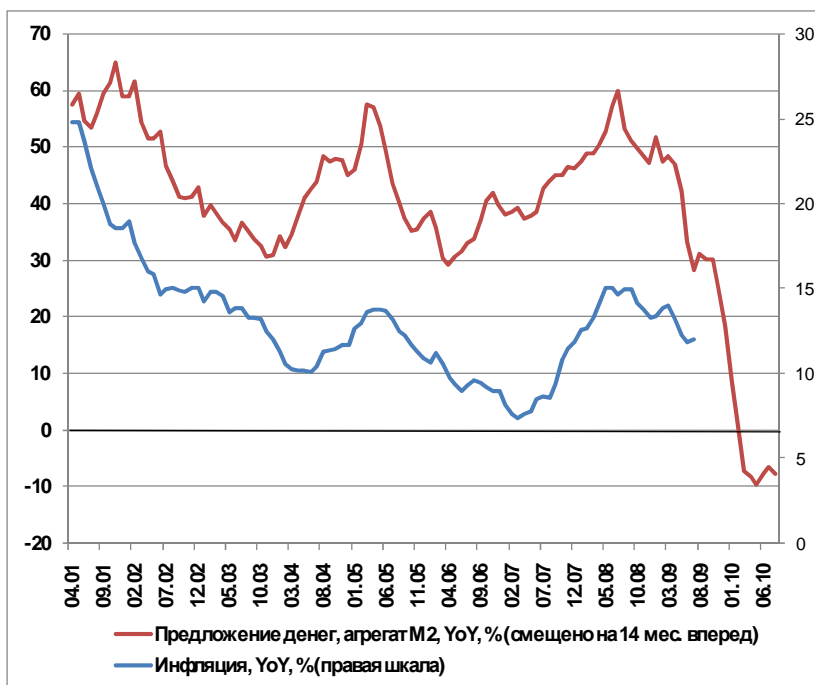


Справа мы приводим график нашей оценки «темной материи», валютных депозитов коммерческих банков в ЦБ (практически бесплатных). Мы вычисляем их как разницу строк баланса ЦБ с требованиями комбанков минус безналичные рубль в составе широкой денежной базы. Разница и есть валютные депозиты. Оказывается, в июне, вероятно, в ответ на расширение денежного предложения, размер валютных депозитов начал расти. Действительно, после покупки \$19 млрд. в мае, ЦБ купил в июне только \$1.6 млрд., оставшийся перекоп скупил банки. Похоже, именно это определило мини-атаку на рубль в июле, но сейчас она остановлена.



## Вкратце:

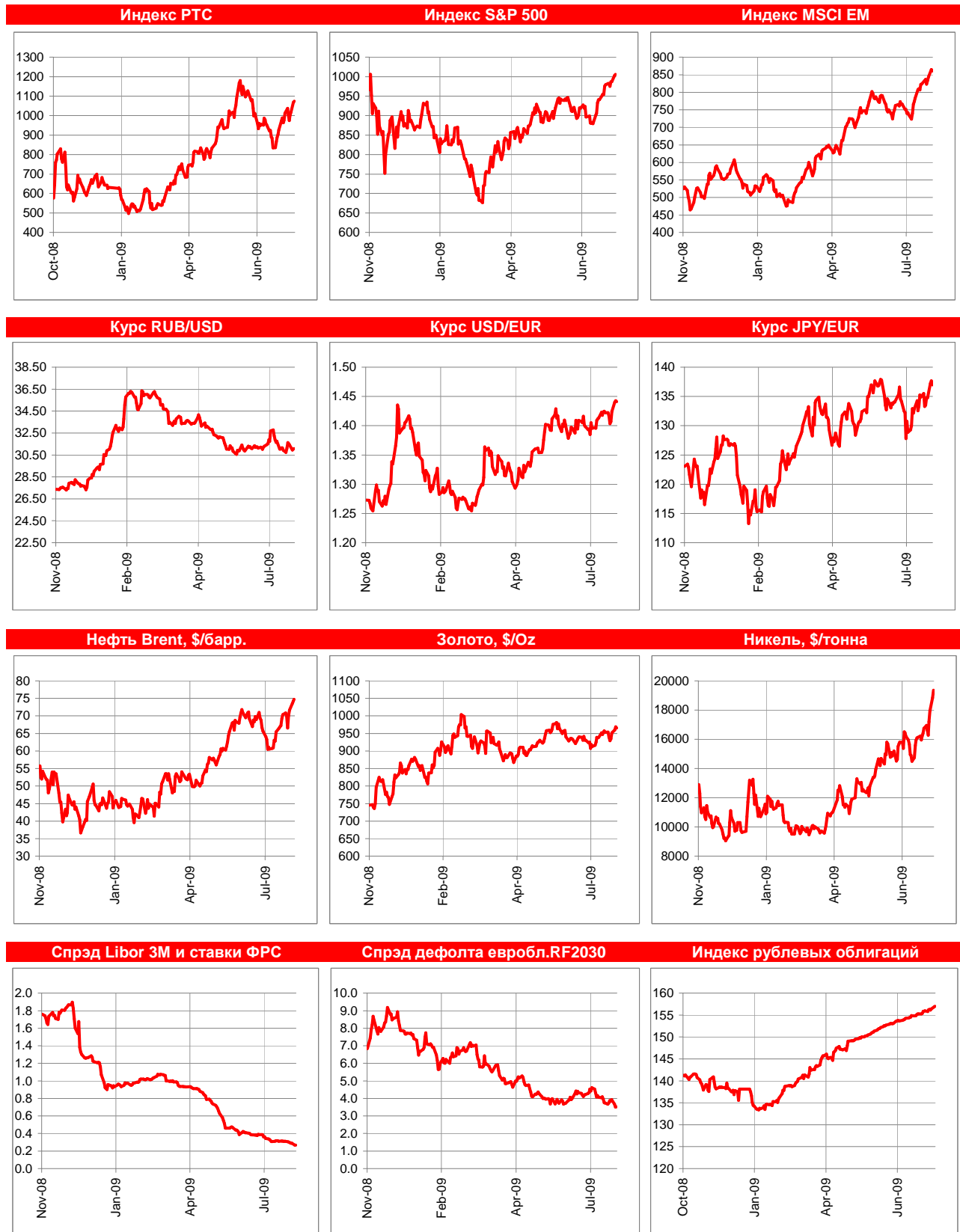
- Инвестбанки рекомендуют «Связьинвесту» объединить «дочки» с «Ростелекомом». Для того, чтобы избежать конфликтов с миноритариями МРК, предлагается перейти на единую акцию. Кроме того, перейдя на единую акцию, объединенный холдинг может сэкономить на налогах до \$1 млрд. в 2010-2012 гг. Однако в этом случае кредиторы МРК могут потребовать досрочного погашения обязательств на сумму более чем на \$4 млрд., а миноритарии – потребовать выкупа их акций (по вчерашним котировкам – это еще около \$2 млрд.). Однако для миноритариев МРК ситуация усугубляется еще и тем, что «Ростелеком» на рынке оценен в 3-4 раза выше, чем МРК. По некоторым расчетам, даже с учетом того, что акции МРК будут обмениваться на бумаги «Ростелекома» по текущим котировкам, доля государства в «Ростелекоме» снизится с 90% до 60%, однако следует понимать, что государство удержит контрольный пакет в объединенной компании. Таким образом, миноритариям МРК не следует ожидать хороших коэффициентов обмена, если переход на единую акцию состоится.
- МЭР предлагает с 2012 года уравнивать экспортные пошлины на темные и светлые нефтепродукты и установить ее на уровне 55% от пошлины на нефть. Сейчас на светлые и темные нефтепродукты ставки дифференцированные, причем на светлые они выше, однако они устанавливаются таким образом, чтобы средняя ставка на корзину нефтепродуктов не превышала 54% от пошлин на нефть. Таким образом, налоговая нагрузка на нефтяные компании не должна увеличиться. Более того, единые ставки создадут стимул для нефтяных компаний инвестировать в переработку, однако ограничат прибыль мини-ПНЗ, которые технологически не могут производить качественные нефтепродукты и экспортируют мазут.
- По данным Росстат инфляция в России за 12 месяцев по июль составила 12%, что на 0,1% выше, чем за июнь. Несмотря на незначительное ускорение инфляции, мы полагаем, что она продолжит замедляться, так как снижается предложение денег. Справа на графике показана зависимость инфляции от предложения денег. Так как размер денежной массы влияет на цены с определенным лагом, мы сдвинули график агрегата М2 на 14 месяцев вперед. Видно, что темпы инфляции достаточно четко следуют за объемом предложения денег. Поэтому мы ожидаем, что в ближайшей перспективе инфляция будет замедляться.
- Банк «ВТБ» вчера опубликовал результаты по МСФО за первый квартал 2009 года. Согласно отчетности, чистый убыток банка составил \$660 млн. и является следствием увеличения расходов на создание резервов и разовыми операциями по свопам. Доход от основной деятельности составил \$1,25 млрд., что на 30% аналогичного периода прошлого года. Однако процентная маржа снизилась до 4,1% с 4,6% в прошлом квартале. Доля просроченных и реструктуризированных кредитов выросла до 4,3% с 2,4% на конец прошлого года.
- Еврокомиссия разрешила «ЛУКОЙЛу» приобрести 45% НПЗ в Голландии у Total. Напомним, что сумма сделки должна составить \$725 млн.
- «АвтоВАЗ» по итогам июля увеличил сбыт автомобилей на 12,4% по сравнению с июнем этого года, однако по сравнению с прошлым годом падение составило 42%. Июльский рост продаж стало следствием реализации программы льготного автокредитования (порядка 80% заявок приходится на продукцию «АвтВАЗа») и программы скидок «Сто дней».
- «Русгидро» за первую половину этого года нарастила прибыль на 130% до \$590 млн. при росте выручки на 33% до \$1,26 млрд. По прогнозам самой компании, выручка за 2009 год должна достичь \$2,55 млрд. (27,7% к 2008 году), а прибыль – почти \$1 млрд. (+85,8%). Рост выручки связан с увеличением доли либерализованного рынка и включением в тариф целевой инвестсоставляющей.



## Местное:

- «Сильвинит» отказывается поставлять удобрения на внутренний рынок по цене в 3955 руб. (\$127) за тонну, несмотря на то, что ближайший конкурент – «Уралкалий» внял рекомендациям чиновников и снизил цены для «Еврохима» и «Фосагро». Прекращение поставок со стороны «Сильвинита» уже вынудило «Уралхим» приостановить производство. Отказ поставлять удобрения «Сильвинит» объясняет тем, что у него нет свободных объемов калия, однако мы полагаем, что истинная причина заключается в том, что компания не хочет поставлять удобрения по ценам, чуть выше себестоимости. На наш взгляд, «Сильвиниту» придется пойти на уступки и согласиться поставлять удобрения по рекомендованной Минпромэнерго цене.
- Вчера появились сообщения о том, что А. Репин продает сеть «Сатурн-Р» екатеринбургской компании «Норд». Однако сам Репин заявил, что речь идет не о продаже, а об объединении активов с прицелом построить федеральную сеть. По его словам, сейчас идет распродажа собственных остатков бытовой техники, а в сети «Сатурн-Р» будет представлен «объединенный товар». Вырученные средства А. Репин планирует направить на строительные проекты.

## 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.