

Оперативный обзор фондового рынка

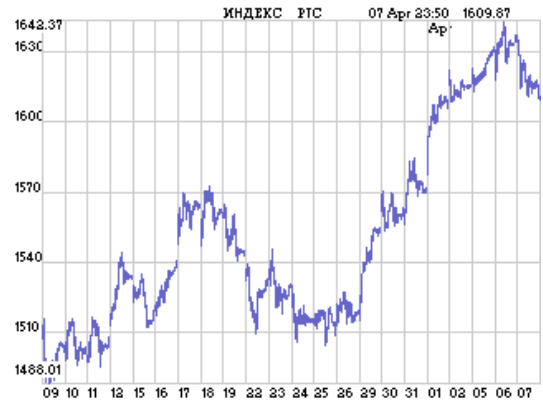
четверг, 8 апреля 2010 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Уркалий-ао	127.9	3.1%
ПолусЗолот	1469	1.7%
ММК	30.14	1.5%
МТС-ао	257.7	0.1%
Сурпнфгз-п	17.03	0.0%
РБК ИС-ао	38.25	-0.3%
Система ао	29.92	-0.5%
ФСК ЕЭС ао	0.367	-0.5%
Татнефт Зао	146.9	-0.8%
Роснефть	246	-0.8%
Магнит ао	2530	-1.1%
ВТБ ао	0.082	-1.1%
ЛУКОЙЛ	1751	-1.2%
Газпрнефть	165.5	-1.2%
Сурпнфгз	29.11	-1.2%
Ростел -ао	145.7	-1.3%
Татнефт Зап	88.41	-1.3%
ГАЗПРОМ ао	175	-1.5%
Аэрофлот	68.93	-1.8%
СевСт-ао	413.8	-1.9%
Новатэк ао	190	-2.1%
РусГидро	1.596	-2.3%
Сбербанк-п	65.8	-2.4%
ГМКНорНик	5410	-2.5%
Сбербанк	86.3	-2.6%
Ростел -ап	79.88	-2.7%
ОГК-5 ао	2.68	-3.3%
УралСви-ао	1.073	-4.0%
Транснф ап	34700	-4.7%
ОГК-3 ао	1.779	-9.6%

Позавчера началась коррекция в менее ликвидных акциях, вчера она перекинулась на первый эшелон. Снижались почти все акции, наибольшее давление ощущалось в электроэнергетике. Эти бумаги показывали большой прирост с начала года. Позавчера, на максимумах индекс ММВБ-электроэнергетика была на 48% выше закрытия конца 2009 года (общий индекс ММВБ за тот же период +10%). Не удивительно, что во время коррекции инвесторы торопятся «зафиксировать» прибыль в наиболее прибыльных позициях. Это еще менее удивительно, если учесть, что в 2009-м году многие из компаний электроэнергетики выросли многократно. Например, «ИнтерРАО» сейчас в 9 раз дороже, чем была в конце 2008-го года, «ОГК-3» в 5 раз, «МРК-холдинг» в 5.5 раз, ФСК в 3 раза, тогда как индекс ММВБ дороже уровней конца 2008 года только в 2.3 раза. Мы не видим проблем с тем, что электроэнергетические акции вчера упали быстрее других, это временная фиксация. Хотя перспективы продолжения опережающего роста (по сравнению с другими бумагами) в них уже не так очевидны.



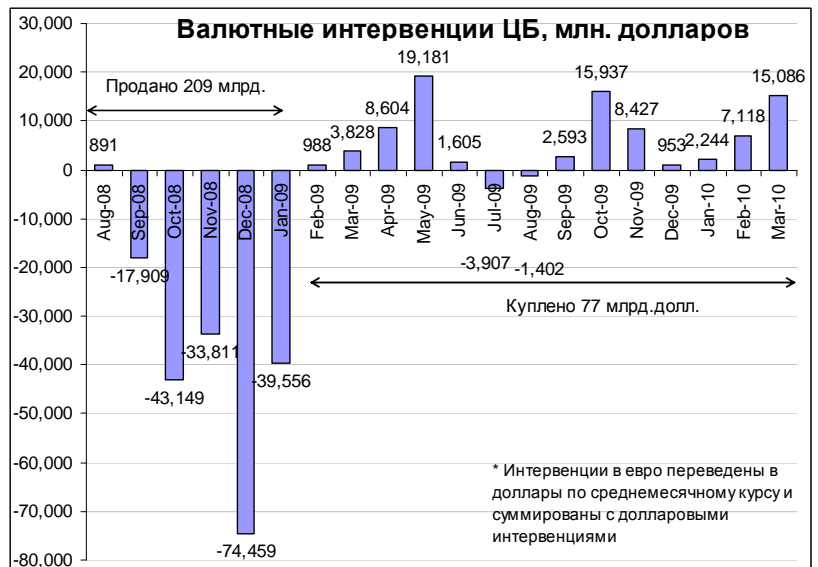
Другая особенность рынка – продолжающееся снижение «Транснефти-прив.», где, похоже, продолжает выходить спекулятивный пар. Акция неожиданно взлетела с 23.5 тыс. в начале марта до 40 тыс.руб.+ в начале апреля, видимо, отражая охоту спекулянтов за «горячими темами» во втором эшелоне. Скорость взлета выглядела как неоправданная новостями, и обратное движение логично. В нашем представлении «Транснефть-пр.» на уровнях 40 тыс. руб. была сравнительно дорогой. Справедливая цена, по нашим подсчетам, чуть выше 50 тыс. руб., и остающийся потенциал не был сравним, скажем, с

«Газпромом» или «ЛУКОЙЛом». Справедливость оценки сильно зависит от взгляда на «справедливое» соотношение прив./обыкновенная акция. Мы используем консервативное предположение о 50% и пока не готовы идти слишком далеко. Иными словами, откат «Транснефти» выглядит логичным. Не потому что она уже дорогая, а потому, что на рынке слишком много более дешевых акций с большим потенциалом.

Курс рубля к бивалютной корзине остается вблизи максимумов, чуть выше 33.7., а курс евро продолжает слабеть к доллару – сейчас 1.33 \$/€. Курс рубля к доллару примерно стабилен – 29.3 руб./\$

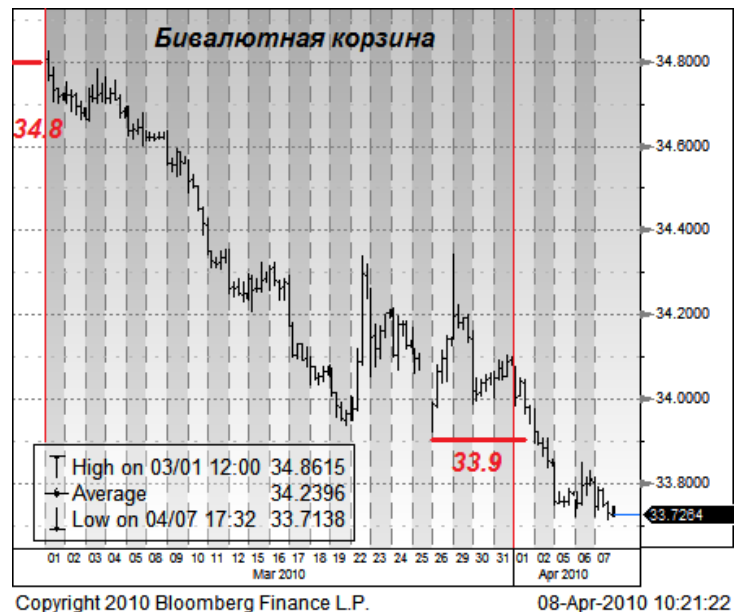
Центробанк сдерживает укрепление курса рубля, совершая интервенции на нижней границе своего «технического коридора» шириной в 3 рубля. Покупая по \$700 млн., он переставляет коридор на 5 копеек ниже. Недавно ЦБ РФ опубликовал размеры интервенций за март (куплено \$15 млрд. – высокий уровень после кризиса, чуть ниже интервенций октября 2009).

Мы можем теперь проверить насколько политика «5 коп. ценой \$700 млн.» выдерживается. Нижняя граница за март изменилась с 34.8 до 33.9 - это 45 5-ти



копеечных шагов. Таким образом, Центробанк должен был купить валюты на \$31.5 млрд. А это в 2 раза больше, чем фактические интервенции ЦБ. Таким образом, валютная политика декларируемая чиновниками ЦБ РФ не выдерживается. Т.е. ЦБ РФ сопротивляется движению рубля куда меньше, чем намеревался.

Мы считаем, что это правильно – попытки властей стоять на пути валютного рынка оборачиваются боком российской экономике. Удержать курс от девальвации или ревальвации не удастся, попытки мешать оборачиваются большой монетарной нестабильностью, а в начале 2009 года преднамеренной монетарной жесткостью, вызвавшей депрессию в стране. Меньшее вмешательство ЦБ РФ в курс будет благом. Мы предвидим возражения, что это «убьет отечественного производителя». Это главная фобия властей и многих отечественных наблюдателей и аргумент в пользу интервенций. Но она ложная. 1) На практике ЦБ РФ показал, что не способен регулировать курс, даже с избыточными валютными резервами (3-ми в мире по объему) девальвации не удалось избежать. 2) Есть теория, показывающая, что Центробанки не способны долгосрочно регулировать *реальный* обменный курс, а краткосрочные отклонения не решают проблемы «отечественного производителя». Реальный курс установится на равновесном уровне либо путем инфляции, либо номинального укрепления, чего бы не делал Центробанк.



Тогда как вред, наносимый интервенциями, стране колоссален – это постоянная макроэкономическая нестабильность и монетарные шоки. Это невозможность создать работоспособную финансовую систему при нестабильном рубле. При хронической инфляции население и бизнес просто вынуждены вкладываться в суррогаты, иностранные валюты. В стране нет своих долгосрочных сбережений (какой дурак будет отдавать в рублях надолго, зная, что инфляция может неожиданно слопать его накопления?). Бизнес был вынужден импортировать финансовую систему из-за рубежа, поставив страну в уязвимое положение. Опыт развивающихся рынков прошлых десятилетий показывает, что с растущим внешним долгом кризис становится практически неминуем из-за регулярных остановок притока капитала «sudden stop». Население и бизнес осознает эту уязвимость и готов усилить кризис бегством из рубля... Для нас отказ от регулирования курса выглядит почти как панацея – решение почти всех российских проблем.

Новости вкратце:

- Вчера представитель Минфина Д. Панкин сообщил, что Минфин передумывает занимать за рубежом и желает больше занимать внутри страны. Согласно закону о бюджете на 2010 год заимствования за рубежом и внутри страны должны быть примерно равны. Это порядка \$20 млрд. за рубежом и в 870 млрд. руб. (~\$30 млрд. по курсу) внутри страны. Займы за рубежом, с нашей точки зрения, выглядят довольно глупо. Представьте – Россия является нетто-кредитором мира, и создавалась бы странная ситуация – одна часть правительства РФ в виде ЦБ проводит интервенции и фактически кредитует правительство США, Евросоюза. При этом другая часть правительства Минфин занимает за рубежом. Пикантность еще и в том, что интервенции ЦБ проводятся, чтобы удержать рубль от укрепления. А Минфину на самом деле доллары не нужны, их нельзя потратить на финансирование дефицита бюджета, долларами нельзя расплатиться с пенсионерами, учителями. Заняв доллары за границей, Минфин должен был бы их конвертировать обратно. Можно обратиться с ними напрямую в ЦБ, который бы напечатал еще рублей и расплатился ими с Минфином. Но это выглядит почти как чисто эмиссионное финансирование бюджета. Другой вариант – Минфин продает занятые доллары на открытом рынке и вызывает укрепление рубля, с которым ЦБ борется. Мы рады, что Минфин стал более разумным, это вселяет надежду.
- Согласно поправкам в банковском законодательстве, подготовленным Минфином, Центробанк начнет надзирать не только за кредитными организациями, но и за целыми банковскими холдингами, состоящими не только из банков. В качестве одной из целей поправок чиновники называют улучшение контроля за соблюдением нормативов кредитования на одного заемщика. Напомним, что в ходе кризиса одной из причин недостаточности капитала банков стало то, что они активно кредитовали своих акционеров (или их бизнес). Кроме того, ЦБ РФ намерен контролировать ситуацию с искусственным надуванием активов в банковском секторе.
- Центробанк вчера сообщил, что не может перейти к таргетированию инфляции пока не будут внесены поправки в закон «О Центробанке». Согласно этому закону, целью ЦБ РФ является защита и обеспечение устойчивости рубля.

Таким образом, формально отказ ЦБ РФ от интервенций на валютном рынке для поддержания стабильности рубля может быть расценено как нарушение закона.

- Реальный эффективный курс рубля к корзине валют государств – основных торговых партнеров России в январь-марте вырос на 7,3% по сравнению с декабрем 2009 года. К доллару рубль укрепился на 4%, к евро – на 12%.
- ЦБ РФ заявил, что ЗАО ММВБ может выступить с предложением об объединении с РТС. Для консолидации бирж ММВБ проведет доэмиссию в пользу акционеров РТС. При этом объединяться НДЦ и ДКК. Биржа РТС пока не комментирует заявления Центробанка, отмечая, что целесообразно комментировать реальные предложения, а не предположения. Однако, биржа РТС готова поддержать технологические взаимодействия между депозитариями. О том, что сейчас клиентов РТС жестко обслуживает ДКК, а клиентов ММВБ – НДЦ обратил внимание и В. Миловидов и предложил этим депозитариям обслуживать клиентов обеих бирж. В этом случае клиентам станет удобнее совершать сделки.
- «Коммерсант» сегодня пишет, что «дочки» «Связьинвеста» по итогам 2009 года направят на дивиденды 7,3 млрд. рублей, что составляет 25,7% от совокупной чистой прибыли.

Компания	Дивиденды за 2009 год (руб.)		Дивидендная доходность	
	на одну обыкновенную акцию	на одну привилегированную акцию	Обыкновенной акции	Привилегированной акции
Ростелеком	1.4	2.07	0.96%	2.59%
Центртелеком	0.48	0.96	2.08%	4.59%
Северо-Западный телеком	0.59	1.22	2.69%	6.30%
Волгателеком	2.59	5.19	2.60%	5.82%
ЮТК	0.09	0.18	2.05%	4.27%
Уралсвязьинформ	0.01	0.05	0.93%	5.32%
Сибирьтелеком	0.02	0.05	1.08%	2.99%
Дальсвязь	3.4	6.85	3.41%	7.62%

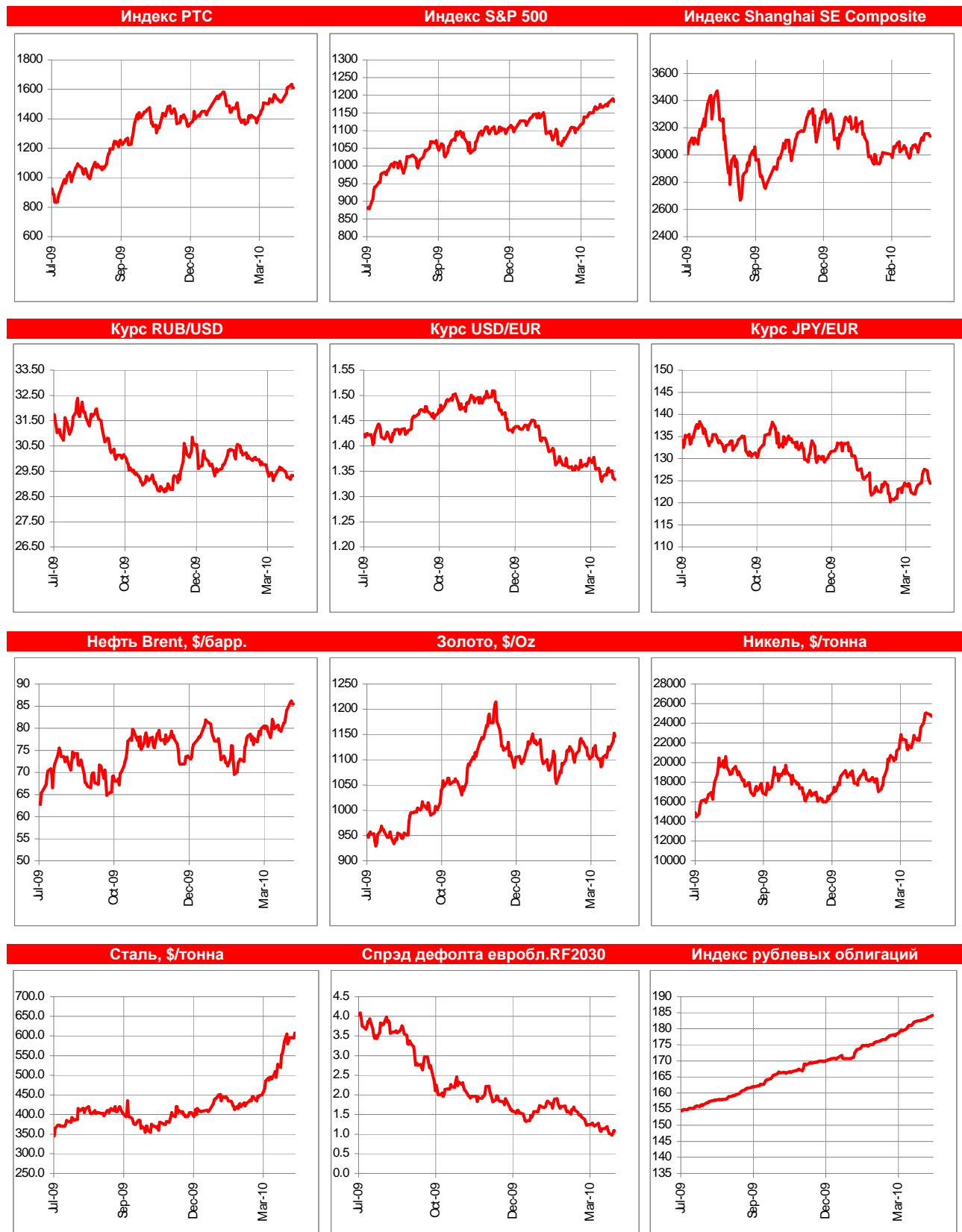
Реестры на дивиденды будут закрываться с 16 апреля по 10 мая, а советы директоров, на которых будут утвержденные рекомендованные значения дивидендов, пройдут до конца мая.

- АИЖК намерено к концу апреля запустить ипотеку с плавающими ставками. В качестве базовой ставки будет выбрана ставка рефинансирования. К ставке рефинансирования будет добавляться маржа банка, а также 0,5-0,7%. Предполагается, что ставка будет пересматриваться один раз в год, минимальная ставка по такому кредиту составит 5% годовых, а максимальное значение будет ограничено 20% годовых. По расчетам АИЖК, при нынешней ставке рефинансирования ЦБ, процентная ставка по кредитам для населения составит 8,75-10,5%. Однако, сами банкиры заявляют о том, что для того, чтобы банку было интересно участвовать в этой программе, его маржа должна составить 3-4%, т.е. минимальная ставка будет начинаться с 11,75% годовых. Мы считаем, что привязываться к ставке рефинансирования несколько некорректно, так как она является нерыночной и не определяет стоимость денег. На наш взгляд, логичнее было бы в качестве базовой выбрать ставки на межбанковском рынке, например Mosprime. Кроме АИЖК, линейку кредитов с плавающими ставками намерен запустить и «Сбербанк». Сейчас банк решает, к какому инструменту привязать ставку.

Местное:

- ФАС оштрафовала «Сильвинит» и «Минерал трейдинг» на 143 млн. и 18 млн. рублей соответственно за согласованные действия, направленные на увеличение цены хлористого калия. На 103 млн. рублей может быть оштрафован и «Уралкалий». Напомним, что компании намеревались со второй половины 2009 года поднять цены на калий на внутреннем рынке на 20% до 4750 рублей за тонну. Однако, «Акрон» и «Уралхим» пожаловались в Минпромторг и ФАС на действия «Уралкалия» и «Сильвинита».

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.