

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 6 июля 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Уркалий-ао	256.7	5.8
Ростел -ап	89.75	3.2
ФСК ЕЭС ао	0.3975	3.0
Татнфт Зап	94.04	2.2
РусГидро	1.395	2.1
Татнфт Зао	189.6	1.7
ОГК-5 ао	2.3491	1.3
ГМКНорНик	7487	1.2
МТС-ао	243.98	0.9
Транснф ап	41850	0.8
Газпр нефть	131.8	0.6
Ростел -ао	189.76	0.4
Сбербанк-п	80.19	0.2
Роснефть	238.06	0.2
Новатэк ао	372.87	0.1
ЛУКОЙЛ	1804.7	0.0
ОГК-3 ао	1.348	-0.1
СевСт-ао	518.1	-0.4
Сбербанк	104.3	-0.4
Сурнфгз	28.149	-0.7
ПолюсЗолот	1690	-0.7
ГАЗПРОМ ао	203.6	-0.8
Сурнфгз-п	14.085	-0.8
Магнит ао	3954.2	-0.9
ММК	25.11	-1.1
Аэрофлот	70.89	-1.4
Система ао	32.706	-2.1
ВТБ ао	0.085	-2.1

индексов). Решения MSCI действительно могут двигать рынки, что мы увидели вчера. Увеличение доли «Уралкалия» привлекает краткосрочных спекулянтов, которые играют на «новой информации» в ожиданиях последующих автоматических покупок портфельных управляющих.

С другого полюса вчера были акции «ВТБ», упавшие на 2%. В этом банке продолжает развиваться история с покупкой «Банка Москвы». После упорной борьбы, мытьем и катанием «ВТБ» удалось купить 46% этого банка за 100 млрд. (примерно под $p/bv=2$) и «вытурить» оттуда Бородина. Но победа оказалась пирровой. Старый менеджмент, оказалось, использовал деньги банка для своих проектов, и теперь встает вопрос о возвратности этих средств. Детальной информации крайне мало, но она крайне тревожащая. Для закрытия «дыры» Центробанк «напечатал» для АСВ рублей займы на 295 млрд. под 0.5%. АСВ перепродает эти деньги под 0.51% «Банка Москвы» сроком на 10 лет. Это прямая субсидия со стороны Центробанка, столь дешевые деньги будут создавать прибыль в будущих годах, пополняя собственный капитал.

Также «ВТБ» собирается купить допэмиссию «Банка Москвы» на сумму в 100 млрд. руб., что почти совпадает с текущим капиталом проблемного банка в 117 млрд. руб. Эквивалентность этих сумм наводит на мысль, что капитала у «Банка Москвы» почти не осталось. Итак, указанные 100 млрд. руб. - прямые потери «ВТБ», они эквивалентны \$3.6 млрд. Сам «ВТБ» сейчас имеет капитал в \$18.9 млрд., и потери составляют 19% (!). Нам казалось бы вполне логичным увидеть падение акций «ВТБ» на такую же величину. Мы недолюбиваем «ВТБ» за его «щеконадувательство», не сопровождающееся заметной прибылью. Фактически, банк расширяется на государственные деньги, включая привлечение капитала осенью 2009 года, при том что банк был слегка перекапитализирован. Сейчас «ВТБ» вновь задействует государственные ресурсы.

На удивление акции «Банка Москвы» упали не так сильно.. «Интерфакс» писал, что после допэмиссии доля «ВТБ» составит 75%, поднявшись с текущих 46%. Если отталкиваться от этих цифр, и если всю эмиссию выкупит «ВТБ», будет выпущено акций еще +180% к имеющимся (в 2.8 раза). Тогда акции будут выкупаться

Рынки накануне:

Мировые фондовые рынки прекратили рост, связанный с разрешением греческой проблемы (временным, эта история, похоже, всплывет через год). Соответственно, индекс ММВБ вырос на 0.2%, без заметных тенденций.

Из отдельных акций можно выделить только «Уралкалий», +6% на новостях об увеличении доли в индексах MSCI с 2,7 до 4,31% в связи с присоединением «Сильвинита». Напомним, что в портфельном управлении есть понятие «бенчмарк» (от benchmark). Термин можно перевести как «образец». Как правило, это индекс, отражающий пассивное держание, с которым сравниваются результаты на портфеле. Если портфельный управляющий не хочет отстать от своего «бенчмарка», он должен составить бумаги в точно таких же пропорциях. Когда управляющий пытается обыграть «бенчмарк», он покупает акции, от которых ожидается опережающий рост в больших пропорциях, «перевешивая» (overweight) отведенную индексом долю. Или он может «недовешивать» (underweight) в акциях, которые считает худшими. Но в среднем портфельные управляющие держат свои портфели в тех же пропорциях, что им рекомендует индекс.

Бенчмарк должен быть по возможности известным, рассчитываемым внешними источниками, чтобы клиент был уверен, что его не обманывают. Агентство MSCI является самым авторитетным на рынке акций по изготовлению и продаже подобных бенчмарков (продавая информацию по долевой структуре своих



«ВТБ» по 356 рублей. Текущая цена в 740 рублей кажется слишком высокой. Мы рекомендуем продавать акции «Банка Москвы» как слишком дорогие.

Вкратце:

- Росстат сообщил, что инфляция в июле составила 9,4% в годовом исчислении против 9,6% в мае и апреле. Таким образом, темпы роста цен стабилизировались. С начала года накопленная инфляция составила 5%. По итогам года МЭР прогнозирует инфляцию в 6,5-7,5%. Однако мы полагаем, что инфляция вряд ли уложится в этот диапазон. Наш прогноз – ~9%.
- По итогам первого полугодия отток капитала из страны составил \$31,2 млрд. (\$21,3 млрд. в первом квартале и \$9,9 млрд. во втором). Мы считаем, что такой отток вызван тем, что российские компании гасят зарубежные кредиты. Поэтому ничего плохого в том, что сальдо по счету движения капитала является отрицательным, нет.
- «Ведомости» пишут, что затраты «Русала» на электроэнергию в первом квартале выросли на 43% или на \$130 млн. Такой рост затрат вызван изменением принципа оплаты мощности сибирских ГЭС. Как пишет издание, в первом квартале платежи за электроэнергию составили \$620 млн. (30% от всех операционных затрат). Таким образом, «Русал» постепенно теряет свое конкурентное преимущество: дешевую электроэнергию.
- МЭР выдало очередной вариант индексации тарифов монополий. Напомним, в апреле В. Путин предложил проиндексировать их тарифы на уровень инфляции. Однако МЭР посчитало это неприемлемым, так как монополиям придется сокращать инвестиционные программы, предложив вариант «инфляция плюс» (см. таблицу). Как видно, больше всех пострадают электроэнергетики: их тарифы снизятся на 2-3,5% по сравнению с принятой индексацией. А вот газовики практически ничего не теряют. Мы полагаем, что шансы на то, что будет выбран вариант «инфляция плюс» достаточно велики. Тем более что после выборов правительство снова может вернуться к проблеме тарифов.
- «Коммерсант» сегодня публикует некоторые подробности новой реформы энергорынка, которую готовит рабочая группа И. Шувалова. Разработчики предлагают отказаться от платы за мощность. Вместо этого предлагается перейти к прямым договорам между генераторами и потребителями, где оплачивается одновременно электроэнергия и мощность. По замыслу разработчиков, на оптовый рынок должно остаться 10-15% объемов торгов. Еще одним ключевым моментом является либерализация розничного рынка: покупателям будет разрешено покупать электроэнергию на свободном оптовом рынке, минуя сбытовые компании. Таким образом, доля электроэнергии, которая продается через сбыты, сильно сократится, следом пострадает и доходность их бизнеса. Прибыльность генерирующих компаний будет в большей степени зависеть от темпов индексации тарифов, которые утвердит правительство (см. выше). В этих условиях наиболее интересными для инвестирования продолжают оставаться бумаги «ФСК» и МРСК, которых новшества практически не затрагивают.
- Минфин предлагает внести ряд поправок в действующее налоговое законодательство. В частности, предлагается освободить профучастников от уплаты НДС на оказание брокерских, депозитарных, андеррайтерских услуг и услуг по управлению активами. По замыслу Минфина, отмена НДС позволит повысить конкурентоспособность отечественных брокеров по сравнению с иностранными. Кроме того, Минфин предлагает освободить нерезидентов от налога на прибыль при получении дохода от российских еврооблигаций, чтобы простимулировать компании размещать бумаги напрямую, а не через SPV. Однако вряд ли компании начнут массово отказываться от создания SPV.
- Российские банки укрепили свои позиции в мировом рейтинге The Banker по итогам 2010 г. Список составляется по методике Базельского банка международных расчетов и критерием вступает величина капитала первого



Тарифы естественных монополий до 2014 г.

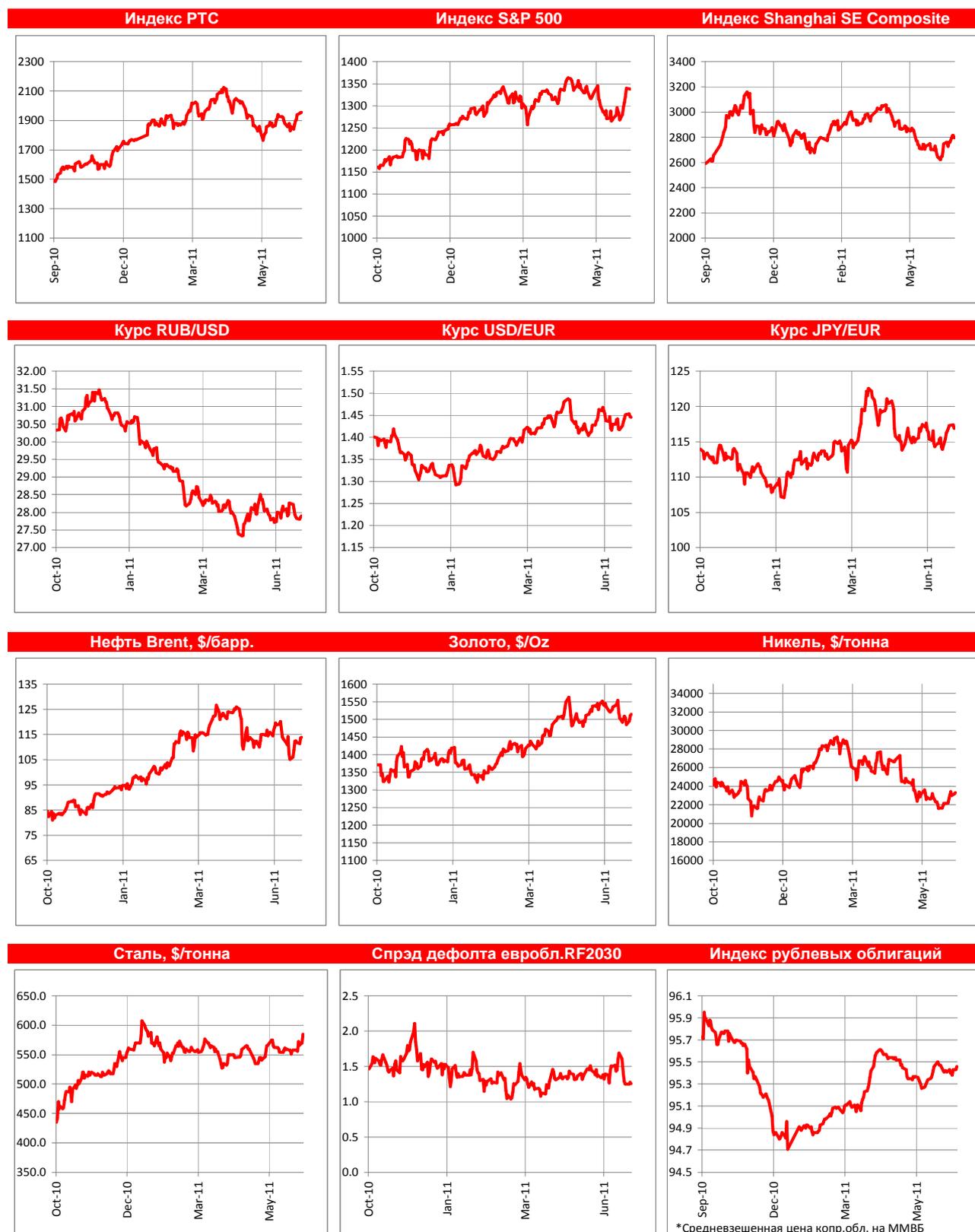
РОСТ ЗА ГОД, %	ГАЗ (ДЛЯ ВСЕХ ПОТРЕБИТЕЛЕЙ)			ЭЛЕКТРОЭНЕРГИЯ		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Действующий вариант	15	15	15	12-13	11-13	13-15
Вариант с привязкой к инфляции	6	5,5	5	7,5-9	6-8	7,5-8,5
Вариант «инфляция плюс»	12,5	15	15	10-11	7,5-10	9,5-11,5

уровня. «Сбербанк» продолжает занимать лидирующее положение среди банков России и Восточной Европы с 40-ой позицией (\$29,5 млрд.) в мировом рейтинге. Самый большой рывок сделал «Номос-банк», поднявшийся на 100 строчек за счет увеличения капитала на 56%. Кроме того, альтернативно проанжировали банки по прибыльности деятельности. «Газпромбанк» в этом рейтинге занял 14-е место с рентабельностью капитала 42,2%. В целом можем резюмировать, что банковский сектор восстанавливается, но ожидается консолидация отрасли в связи с ужесточением требований по размеру капитала.

Местное:

- За пять месяцев 2011 года жители Пермского края взяли ипотечных кредитов на 4 млрд. рублей. Это на 60% больше, чем в прошлом году. При этом активность на рынке недвижимости сохраняется на прошлогодних уровнях.

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.