

## Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 14 сентября 2010 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Акция	Price	Chng
Polymetal-clc	445.1	2.6%
Surgutnefteg-pfd	14.51	1.7%
Sberbank	84.62	1.6%
Vtb bank ojsc	0.09	1.6%
Volgatelecom	107.5	1.4%
Novatek oao	230.4	1.2%
Tatneft-clc	146.3	1.0%
Sberbank-pfd	60.9	1.0%
Mobile telesyst	257.6	1.0%
Severstal	418.5	0.9%
Federal hydrogen	1.648	0.8%
Raspadskaya	153.9	0.6%
Magnitogorsk	27.57	0.5%
Surgutneftegas	30.83	0.4%
Gazprom	165.1	0.3%
Uralkali	147.2	0.2%
Aeroflot	63.83	0.2%
Enel ogk-5 ojsc	2.636	0.0%
Federal grid co	0.362	0.0%
Rosneft oil	205.7	0.0%
Norilsk nickel	5203	-0.2%
Gazprom neft-clc	123.4	-0.2%
Polyus gold	1408	-0.2%
Ogk-3	1.596	-0.3%
Lukoil oao-clc	1710	-0.4%
Mosenergo	3.282	-0.5%
Rostelecom	131	-0.7%
Uralsvazinf-clc	1.11	-1.1%
Novolipetsk stee	99.44	-1.1%
Ak transneft-pfd	33729	-1.1%

связано с предложениями по банковскому регулированию. На этом неплохо себя чувствовали ВТБ и Сбербанк (обе бумаги +1.6%), хотя российские акции вчера в целом отставали от движений на мировых рынках.

Банки преимущественно живут тем, что привлекают и размещают капитал, зарабатывая на спреде. Чем больше привлечено средств, тем больше прибыль абсолютно и относительно на вложенный капитал. Это рождает проблему «морального риска». Можно представить себе гипотетический банк, в который акционеры вложили мало, тогда как размер привлеченных активов составляет в десятки или сотни раз больше. Можно выдать кредит, скажем, российским девелоперам, которые продолжают находиться в плохом состоянии, отчаянно нуждаясь в капитале, и готовы платить хорошие проценты по кредитам. Если в экономике все будет неплохо, недвижимость будет расти в цене, тогда девелоперы рассчитаются, и банк заработает неплохую прибыль. Если все пойдет не так, тогда банк может лопнуть. Но если предположить, что акционеры вложили в банк немного, скажем 1 рубль, тогда они ничего не теряют, а убытки окажутся на вкладчиках. Проблема «морального риска» осознается правительствами, и они требуют от банков наличия заметного собственного капитала (нормативы достаточности капитала), чтобы создать для них соответствующие стимулы. Так чтобы в случае проблем сначала убытки на своем кошельке почувствовали собственники, а потом за них пришлось расплачиваться вкладчикам и бюджету. Коль скоро практически во всех странах правительства спасают заметные банки (to big to fail), а также правительства гарантируют возврат по вкладам физлиц (чтобы избежать банковских паник). В итоге банки имеют стимулы раздувать активы относительно вложенного капитала, поскольку это вопрос прибыли, а правительства стараются ограничить их в этом.

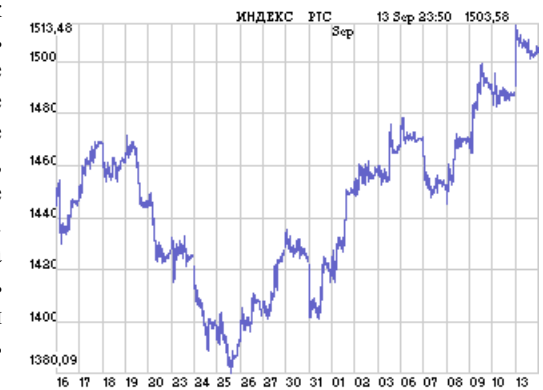
Когда-то банки почти не регулировались, так в США в 19-м веке была пора «wildcat banking», когда средний срок жизни банка измерялся несколькими годами. С Великой Депрессии пренебрежительное отношение к банкам закончилось, их стали оберегать системами поддержки (safety net), регулирования, рефинансирования и устранения

## Рынки накануне:

Вчера российский фондовый рынок открылся с «гэпом» в 1.3%, затем весь день медленно сползал, так что закрытие составило +0.5%. Общее движение примерно соответствовало динамике американских фьючерсов, самостоятельных движений почти не было (кроме, возможно, закрытия). Развивающиеся рынки вчера чувствовали себя неплохо, за день индекс MSCI Emerging Markets поднялся на 2%, показывая плюс третий день подряд.

Развивающиеся страны, включая Россию, находятся на максимумах с начала мая. Похоже, продолжают влиять данные об августовском уровне промпроизводства в Китае, опубликованные в выходные. Ожидания аналитиков были +13% к аналогичному периоду прошлого года, вышло +13.8%. Это новый удар по страхам второй волны, поскольку Китай с его замедлением весны-лета многими воспринимался как угроза мировому росту. Ниже мы приводим график изменений индекса ММВБ и индекса развивающихся рынков, движения похожи, за исключением масштаба, российский рынок волатильнее. С минимумов мая индекс ММВБ вырос на 20.6%, индекс развивающихся рынков на 22%.

Банковские акции, входящие в индекс развивающихся стран вчера поднялись на 2.4%. Росли также некоторые банки развитой Европы, что, вероятно,



избыточной конкуренции (сохранившихся до 70-х). Эти черты банковской системы США были скопированы многими странами, включая Россию (АСВ – аналог FDIC). Требования к капиталу развивались постепенно. До 80-х годов количественные меры были редкими (банки регулировались по размеру «резервов», то есть минимальному размеру ликвидных активов в балансе). Затем появились нормы достаточности капитала прямым соотношением активов к собственному капиталу (leverage ratio), после чего в 1988 году появился первый стандарт международных соглашений «Базель-1». С ростом глобализации и взаимного проникновения банков в разные страны, возникли требования к унификации регуляторных требований. Так, чтобы, к примеру, швейцарские банки не имели конкурентного преимущества по размеру капитала по сравнению с американскими. Предложения вырабатывались Комитетом при Банке Международных Расчетов (BIS) в Базеле и внедрялись национальными регуляторами. Первый вариант соглашений делил активы на 5 типов риска, к каждому применялся коэффициент так, чтобы получить бухгалтерский норматив достаточности. Например, так что для активов, взвешенных по риску, капитал составлял 8%, т.е. капитал к активам должен соотноситься как 12.5 к 1 ( $=1/8\%$ ). Похожий вариант применяется в России до сих пор – основной норматив достаточности Н1 Центробанка РФ, отечественные нормативы более жесткие, чем действовавшие на Западе до сих пор (напрямую они не сопоставимы). Типичный банк в России имеет соотношение активы к акционерному капиталу как 10-11 к 1.

По мере развития финансовых рынков этот стандарт начал устаревать, так что в начале 90-х появились очередные изменения, «Базель-2», внедрение которого шло этапами вплоть до 2005 года. Новые стандарты были нужны в связи с развитием рынков деривативов, забалансовых структур. Устанавливались «экономические» требования к капиталу, опирающиеся на эконометрический расчет рисков, такой как Value at Risk, и позволяли банкам самостоятельно определять модели риска. Есть мнение, что Базель-2 стал одной из причин кризиса, приведя к большому размеру рычага. Так, в последнем годовом отчете банк Lehman Brothers имел соотношение активы – капитал в районе 30 к 1, так что небольшой убыток по активам мгновенно съел его капитал, сделав несостоятельным. С учетом забалансовых обязательств, таких как REPO-105, рычаг был еще выше, чем сообщалось в отчетности. (частично использованы материалы Википедии [en.wikipedia.org/wiki/Leverage\\_ratio](http://en.wikipedia.org/wiki/Leverage_ratio))

Базель-2 имел следующие недостатки: 1) банки отчасти определяли рычаг сами, используя внутренние модели 2) модели были основаны на исторических корреляциях. Книга «Черный Лебедь» Нассима Талеба (вышедшая в мае 2008, за счет нее его называют «предвестником кризиса»), в прошлом году переведенная на русский, содержит «наезд» на использование такой математики. Исторические корреляции и предположения о колоколообразном гауссовском распределении вероятностей недооценивают редкие, радикальные события. В эконометрике их именуют «толстые хвосты» (распределения), Талеб предлагает образ – «черный лебедь» (до открытия Австралии считалось, что все лебеди белые).

Введение Базеля-3, считалось сильно ужесточит требования по капиталу банков, сделав их менее конкурентоспособными к инструментам фондового рынка. Однако, комитет BIS принял компромиссное решение, растянув период внедрения вплоть до 2019 года. Требования по капиталу будут выше, учитывая то, что неожиданные события встречаются. Также от банков будут требовать повышать капитал в хорошие времена, так чтобы в кризисы у них была избыточная подушка.

## Вкратце:

- Минфин предлагает индексировать базовую ставку НДС на нефть с 2012 года на 6,4% до 446 рублей за тонну. В 2013 году этот налог предлагается индексировать еще на 5,4%. Фактически, пересмотр базовой ставки означает увеличение налоговой нагрузки на нефтяные компании в реальном выражении. По нашим расчетам, затраты «Роснефти» и «ЛУКОЙЛа» по этому налогу увеличатся дополнительно на \$350-420 млн. в год. Также Минфин предлагает с 2011 года увеличить НДС на газ на 61% до 237 рублей. В 2012 году предлагается индексация на 5,9%, а в 2013 году – на 5,6%. По нашим расчетам, налоговая нагрузка на «Газпром» в 2011 году вырастет как минимум на \$1,3 млрд. Сейчас налоговая нагрузка на газовую отрасль существенно ниже, чем на нефтяную. Так как либерализация рынка газа предполагает существенный рост внутренних тарифов на газ, вполне логично предположить, что и налоговая нагрузка на газовые компании будет пересмотрена в сторону увеличения. Но даже после индексации ставки НДС на газ, она останется существенно ниже: \$1,2 в расчете на баррель нефтяного эквивалента, в то время как нефтяные компании при цене нефти Brent в \$70 за баррель заплатят около \$11 НДС.
- Минэкономразвития прогнозирует ускорение инфляции в сентябре до 0,8% с 0,6% в августе. При этом прогноз по инфляции на 2010 год был повышен до 7-8% с 6-7%, а на 2011 год – до 6,7% с 5,4-6,5%. При этом ведомство не планирует пересматривать изменение тарифов на услуги монополий на 2011-2013 гг.
- «Башнефть» вчера опубликовала отчетность по МСФО за второй квартал 2010 года. Прибыль компании по сравнению с первым кварталом выросла на 27% до \$376 млн. Компания начала публиковать отчетность по МСФО только с 2010 года. Также «Башнефть» сообщила, что в третьем квартале она заключила кредитные соглашения на \$1,4 млрд. В итоге совокупный долг компаний вырос в 1,6 раза до \$3,7 млрд. Это является рекордом для компании. Для чего «Башнефть» наращивает долг, не понятно. Материнской компании – «Системе» помощь расплатиться с

долгами уже оказана. Скорее всего, компания готовится к крупным покупкам. Возможно, деньги нужны на конкурс на месторождения им. Требса и Титова.

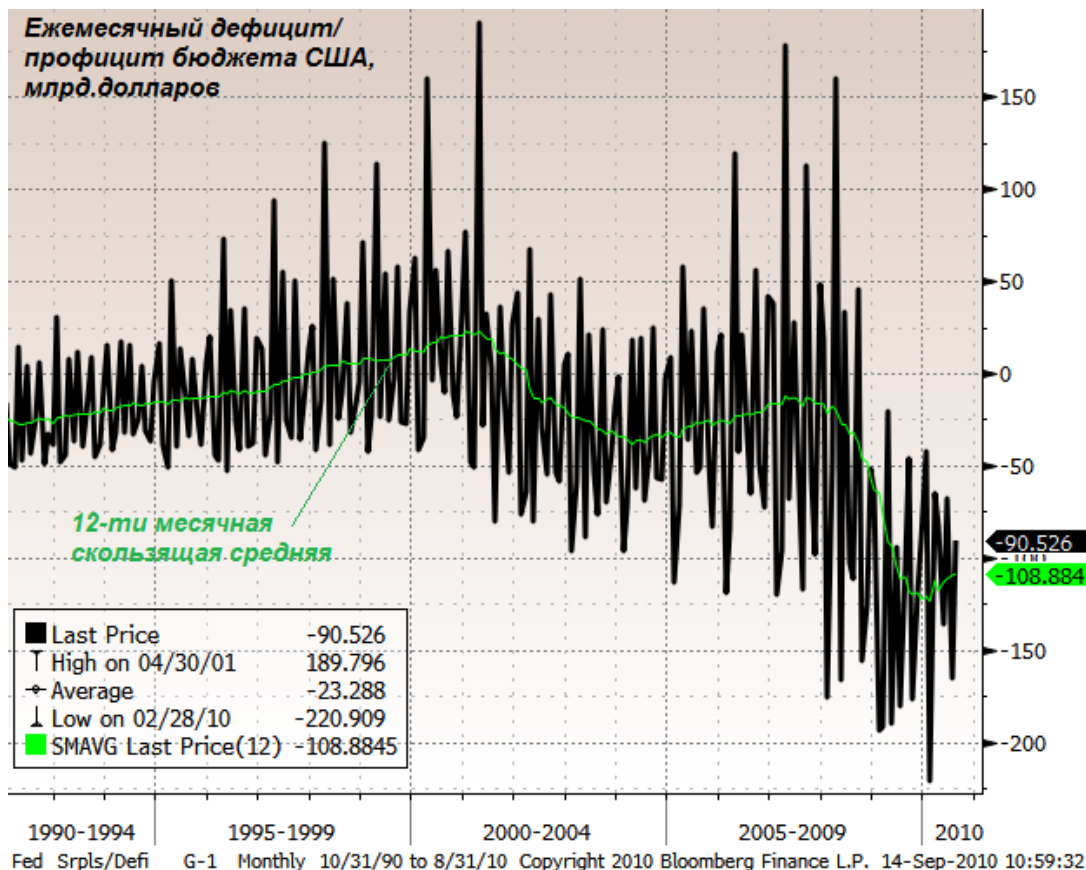
- «Северсталь» в течение нескольких дней купит 43,21% акций в золотодобывающей компании Crew Gold за \$215 млн. (\$497 млн. за всю компанию). С учетом этой сделки, доля «Северстали» в этой компании вырастет до 93,38%. По итогам 2009 года Crew Gold заработал \$21,6 млн. прибыли, получается, что «Северсталь» покупает компанию с мультипликатором P/E=23, что на наш взгляд, разрушает стоимость для акционеров «Северстали». Гораздо эффективнее было бы потратить деньги на выкуп собственных акций. Кроме того, золотодобывающие активы рынок оценивает гораздо дороже, чем традиционные. Однако вряд ли рынок при оценке «Северстали» будет разделять денежные потоки, которые генерируют золотодобывающие активы.
- «ОГК-4» увеличила чистую прибыль по МСФО в первом полугодии 2010 года в 1,8 раза до 4,5 млрд. рублей. Выручка компании выросла на 26% до 25 млрд. рублей. Рост прибыли связан с увеличением тарифов на электроэнергию.
- Американский фонд прямых инвестиций TPG Capital может стать крупнейшим миноритарием «ВТБ», купив 10% акций банка, которые государство может продать до конца этого года. От этой сделки РФ может получить \$2,4-3,1 млрд.

## Местное:

- «Коммерсант» сегодня пишет, что проект жилого комплекса «Слудская Горка», который был заявлен до кризиса, может быть реализован. Достроить жилье вместо обанкротившегося «Каскад-Строй» намерен холдинг «Сатурн-Р». Как пишет издание, холдинг рассчитывает выполнить обязательства перед дольщиками «Каскад-Строя» и доплатить за участки земли, которые им не принадлежали.

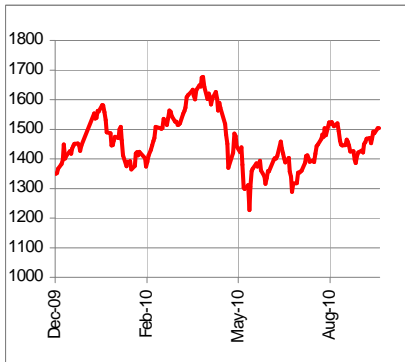
## Напоследок:

Ниже мы приводим график дефицита бюджета США. Вчера были опубликованы данные за август. Дефицит начинает снижаться.

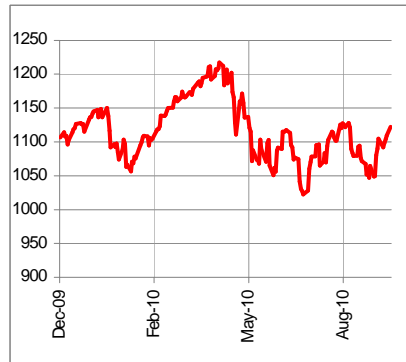


# Конъюнктура рынков:

**Индекс РТС**



**Индекс S&P 500**



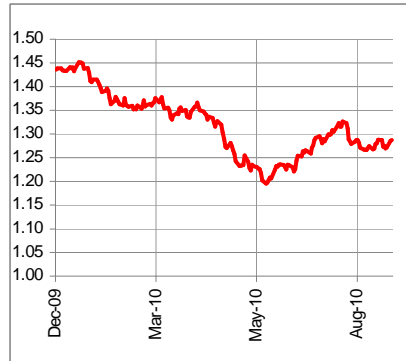
**Индекс Shanghai SE Composite**



**Курс RUB/USD**



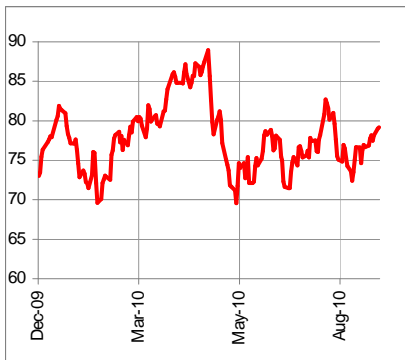
**Курс USD/EUR**



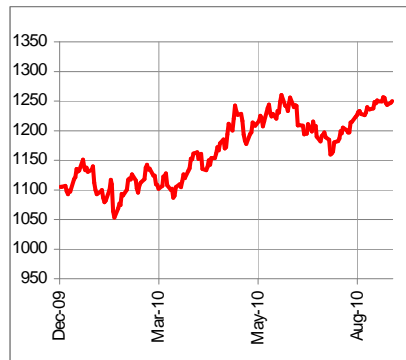
**Курс JPY/EUR**



**Нефть Brent, \$/барр.**



**Золото, \$/Oz**



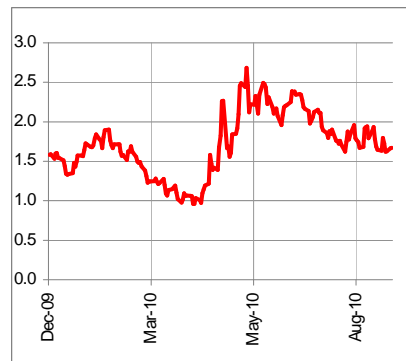
**Никель, \$/тонна**



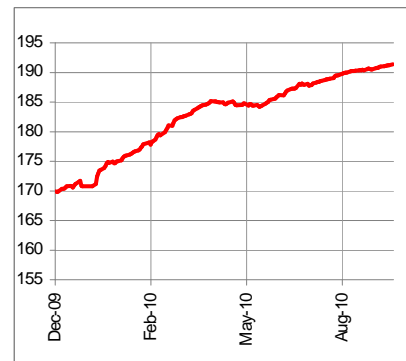
**Сталь, \$/тонна**



**Спрэд дефолта евробл.RF2030**



**Индекс рублевых облигаций**



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	
<b>НЕФТЬ И ГАЗ</b>										
Газпром	127 374	0.34	1.27	2.45	-4.15	-9.91	5.17	4.55	5.16	4.14
Новатэк	22 803	1.18	5.30	9.34	82.32	35.44	27.43	17.72	19.06	12.71
Роснефть	71 050	-0.03	1.51	2.74	-3.27	-18.39	10.39	6.95	6.31	4.83
ЛУКОЙЛ	47 407	-0.38	2.57	3.43	3.69	0.84	6.76	5.59	3.89	3.57
Газпром нефть	19 076	-0.18	3.69	3.43	1.81	-24.58	6.33	5.97	5.21	4.64
Сургутнефтегаз	35 908	0.39	1.89	7.43	13.56	14.92	9.78	7.23	-	2.88
ТНК-ВР	32 243	4.62	8.04	3.61	49.31	24.64	6.23	5.15	4.30	3.67
Татнефть	10 391	1.03	0.40	1.75	14.53	4.74	6.04	5.97	4.86	4.61
<b>БАНКИ</b>										
Сбербанк	59 548	1.62	3.45	4.70	43.55	1.78	77.19	13.89	-	-
ВТБ	30 690	1.58	6.13	11.63	92.77	29.73	-	20.79	-	-
<b>ЭНЕРГЕТИКА</b>										
ОГК-1	1 602	-0.27	0.00	2.51	56.84	49.59	16.19	15.53	13.44	7.81
ОГК-2	1 758	-0.48	4.51	2.36	103.84	79.61	50.80	30.85	22.34	13.95
ОГК-3	2 471	-0.25	1.20	-2.15	1.98	8.94	18.19	26.07	9.68	11.78
ОГК-4	5 231	1.39	4.22	7.29	90.64	57.20	29.99	22.99	18.07	14.35
ОГК-5	3 040	0.04	-0.30	4.07	85.24	22.83	30.03	26.04	15.96	12.47
ОГК-6	#N/A	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ТГК-9	1 380	0.00	1.89	12.21	39.35	72.80	10.35	13.55	-	5.55
Русгидро	14 489	0.80	0.86	-1.44	51.19	45.07	14.94	11.81	8.81	7.11
ИнтерРАО	3 603	-2.21	9.95	18.00	95.87	0.99	-	20.14	-	9.70
ФСК	14 557	0.00	-1.36	6.78	24.40	13.48	-	16.02	-	8.65
<b>ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ</b>										
Ростелеком	3 113	-0.73	6.53	20.34	-17.64	-11.81	26.80	27.12	6.40	7.88
МТС	16 736	0.96	3.32	5.77	24.37	16.19	16.66	10.86	4.79	4.14
<b>МЕТАЛЛУРГИЯ</b>										
ГМК Норникель	32 332	-0.16	-0.28	3.94	52.74	22.72	12.44	7.53	7.66	5.05
НЛМК	19 428	-1.11	2.71	12.53	40.35	8.22	90.34	13.98	14.77	8.12
ММК	10 041	0.46	1.53	9.35	25.58	10.11	43.28	15.68	12.00	7.05
Северсталь	13 748	0.88	6.71	18.24	91.14	65.26	-	24.38	20.31	7.46
Мечел	10 512	0.59	2.37	15.85	87.74	59.71	142.55	12.42	26.30	8.93
Белон	1 041	0.65	3.74	10.59	70.58	47.56	40.37	7.77	15.67	5.29
Распадская	3 916	0.60	-0.30	5.62	60.26	5.17	33.59	14.22	15.95	8.32
Полюс золото	8 748	-0.21	-1.63	2.43	1.11	-11.36	27.20	16.48	-	-
Полиметалл	5 795	2.58	8.91	20.38	64.20	57.44	60.37	28.05	25.93	15.62
<b>УДОБРЕНИЯ</b>										
Уралкалий	10 193	0.24	3.10	5.20	26.79	17.27	35.46	18.67	20.01	12.76
Сильвинит	5 153	0.03	-0.20	4.66	38.54	-14.55	15.49	10.12	9.41	7.54
Акрон	1 437	-0.36	1.06	2.43	16.55	7.45	6.42	10.31	10.56	7.74
<b>ПРОЧИЕ</b>										
Аэрофлот	2 311	0.16	1.17	5.68	64.17	20.84	25.91	12.99	8.77	5.88
Седьмой континент	619	0.84	0.84	4.43	-7.98	10.53	16.97	14.53	7.63	6.53
Магнит	10 567	7.06	18.28	16.77	117.12	68.52	38.40	30.50	22.40	17.35
ПИК	2 038	0.75	1.87	15.66	101.24	2.67	-	-	-	-
Система Галс	311	0.59	-1.15	3.41	114.67	-0.10	-	-	-	-
ЛСР	2 939	-0.90	-2.73	4.54	78.59	51.38	19.78	16.33	7.91	8.55
<b>МИРОВЫЕ РЫНКИ</b>										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года				
Индекс S&P	1121.9	1.11	1.57	3.95	6.91	0.61				
Индекс РТС	1503.6	0.02	3.45	4.03	25.91	4.08				
USD/EUR	1.2 878	0.13	1.15	0.32	-11.93	-10.14				
RUB/USD	30.68	0.00	0.56	-0.63	0.42	-2.09				
RUB/EUR	39.5	-0.12	-0.56	-0.94	14.04	9.02				
Золото, \$ Oz	1250.2	0.25	-0.51	2.93	24.96	13.80				

Данные Bloomberg

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.