

## Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 17 мая 2011 г.

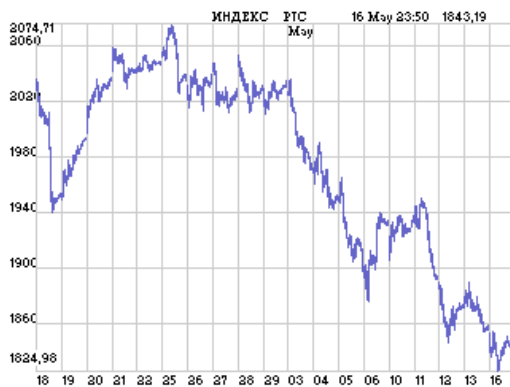
Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
МТС-ао	240.67	1.4
<b>Транснф ап</b>	39771	1.3
РБК ИС-ао	37.095	1.3
Татнфт Зап	88.03	0.6
ФСК ЕЭС ао	0.35599	0.6
РусГидро	1.385	0.5
ОГК-3 ао	1.34	0.4
<b>ЛУКОЙЛ</b>	1738.9	0.3
Ростел -ао	177.99	0.3
Магнит ао	3663.1	0.1
Аэрофлот	68.33	0.0
<b>Роснефть</b>	230.49	0.0
ОГК-5 ао	2.33	0.0
<b>Сбербанк</b>	97.91	-0.1
Ростел -ап	84.15	-0.1
СевСт-ао	468.5	-0.1
ПолусЗолот	1901.5	-0.2
Уркалий-ао	217.6	-0.3
Система ао	29.566	-0.5
Сбербанк-п	66.56	-0.6
<b>Татнфт Зао</b>	156.69	-0.8
Новатэк ао	345.02	-1.3
<b>ГАЗПРОМ ао</b>	198.49	-1.3
<b>ГМКНорНик</b>	7170	-1.6
ММК	24.139	-1.7
ВТБ ао	0.0826	-1.7
<b>Газпрнефть</b>	121.5	-2.1
<b>Сурнфгз</b>	26.083	-2.3
Сурнфгз-п	14.288	-8.4

Сползание акций вниз продолжается, вчера индекс ММВБ упал на дежурные 0.6%. За май было всего два дня, когда индекс показывал положительное закрытие, это последние торговые дни первой недели (+2.2%) и второй недели (+0.09%). Можно пытаться придумывать под это правдоподобные истории, вроде того, что под конец недели «спекулянты кроют шорты», то есть закрывают открытые короткие позиции. Если экстраполировать эту версию, то рынок будет сползать вниз вплоть до пятницы...

Продолжающаяся коррекция сырьевых товаров и развивающихся стран до сих пор не имеет правдоподобной истории. Конечно, всегда можно придумывать правдоподобные истории и притягивать «факторы». На рынке всегда что-то происходит, а насколько это важно, каждый решает сам. Мы отнюдь не хотим сказать, что рынок акций не имеет права на падение, но движения котировок зачастую могут происходить по своей внутренней логике, без влияния внешних «сюрпризов», будь-то положительных или отрицательных.

В лентах комментариев указывается, что вчерашнее понижение было связано с историей вокруг Греции. Проблема долгов периферийной Европы никуда не ушла. Ровно год назад в апреле-мае 2010 года она уже приводила к падению рынков и индекса ММВБ на 22%. Но время идет, и инвесторы все больше привыкают к этому обстоятельству, казалось бы, «включая его в цены». Несколько дней назад



Bloomberg опубликовал итоги майского опроса своих профессиональных пользователей (преимущественно это аналитики и управляющие с финансовых рынков). Среди них 85% считают, что Греция обанкротится, более половины ожидают подобной участи у Ирландии и Португалии. Это не новость, если посмотреть на котировки CDS этих стран, то их цены показывают огромную вероятность банкротства.

Так цена 5-ти летней «страховки» с выплатой 100% в случае дефолта по Греции стоит 12.3% в год. Покупатель рискует выплатить до  $12.3\% \times 5 = 61.5\%$  за возможность получить 100%. Правда, если дефолт случится раньше, то выплаты будут меньше (платежи покупателя продавцу прекращаются в случае наступления события, «страхового случая»). Греческие 2-х летние CDS стоят 17.9%. Тогда как 5-ти летние CDS Португалии и Ирландии около 6%, а аналогичный контракт по Испании – 2.2%.

Сегодня ночью был выделен очередной пакет помощи от ЕС. Также есть новости, что министры финансов ЕС рассматривают возможность реструктуризации Греции, что обозначено словом «reprofiling» - предполагающий удлинение сроков обращающихся облигаций. А это означает новацию бумаг, что близко к понятию дефолта. Недавно «Шпигель» публиковал сообщения (которые потом опровергались), что Греция рассматривала возможность выхода из зоны евро. ЕС настаивает на дополнительных сокращениях бюджета Греции, что крайне болезненно для властей страны, поскольку это напрямую задевает электоральную политику. Есть риск политического кризиса в стране, роста популистских настроений и последующего решения проблемы долгов через дефолт.

На все это накладываются вчерашние новости об обвинениях главы МВФ Доминика Стросс-Кана в попытке изнасилования. МВФ – ключевой игрок в решении проблем периферийной Европы оказывается без рулевого.

Можно резюмировать это популярным на рынке словом – «неопределенность». Инвесторы могут занимать выжидательную позицию, продавая акции заранее, еще до наступления событий. Так мы обосновали правдоподобную картину снижения. Можно продолжить логическую цепочку и дойти до сценария домино, когда

дефолт Греции вызовет последующие дефолты Португалии и вплоть до Испании (которая уже довольно большая, чтобы ЕС смогла ее спасти). Все это вызовет проблему плохих долгов в банках, новый ступор финансовой системы, прекращение нормального течения кредита и вторую волну экономического спада.

С другой стороны, мы можем надеяться на благоразумие властей ЕС, МВФ и того, что они не допустят неконтролируемого распада. Правда, подобные надежды были разрушены осенью 2008 года, когда вследствие электоральной политики в США депутаты отказались пойти на спасение (bailout) Lehman Brothers, а потом довольно долго затягивали с «планом Полсона» по рекапитализации банковской системы (так что доводить до конца его пришлось новому обамовскому министру финансов - Гейтнеру).

Еще одна не слишком благостная черта последних дней – продолжающиеся баталии между республиканцами и демократами в США по поводу повышения лимита федерального заимствования. Текущий лимит в \$14.3 млрд. (долг США имеет некоторую хитрость, в нем есть часть когда «левый карман» правительства должен «правому» и реальный долг чуть ниже) заканчивается. Министр финансов Гейтнер, Обама и Бернанке выпустили на днях предупреждения о грядущей катастрофе, если Конгресс откажется поднять лимит. Технически это привело бы либо к дефолту, либо к необходимости быстрой реализации активов правительства (включая продажу золота из знаменитого Фонт-Нокс, где хранится около 5 тыс. тонн золота, или 147 млн. унций по цене \$1494 за унцию ценой \$219 млрд. Вот только котировки золота не падают, и вряд ли реализация золота состоится).

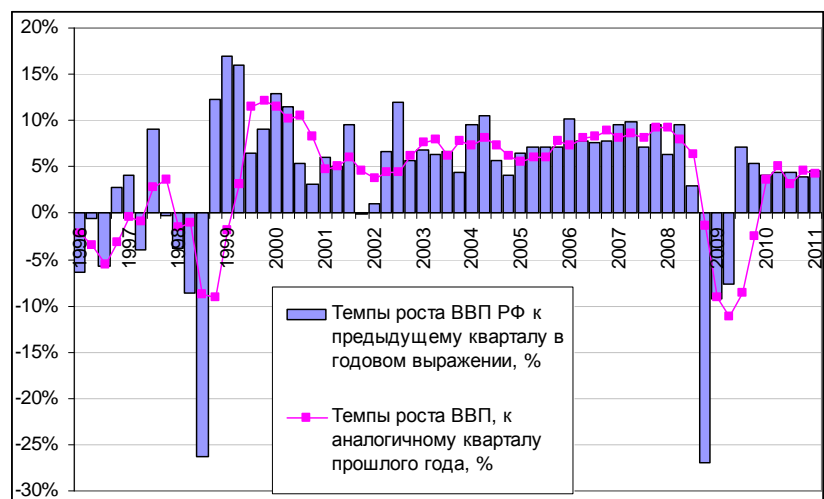
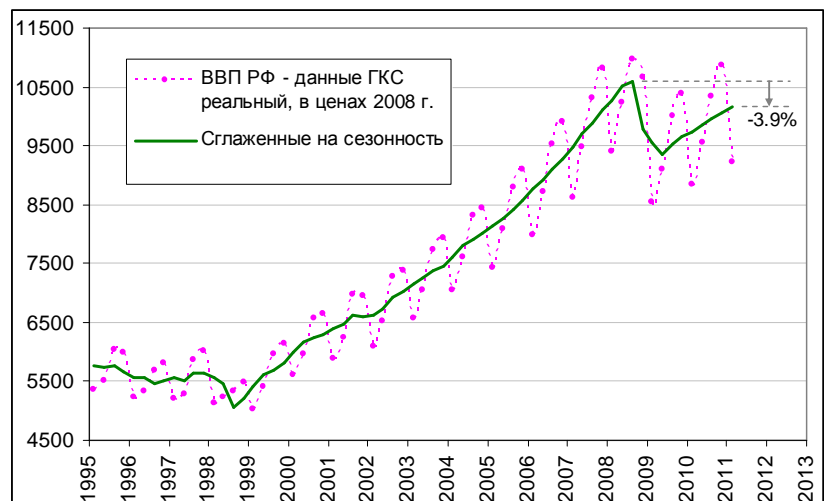
Республиканцы используют лимит как рычаг политического давления на демократов и Администрацию с целью подтолкнуть затраты (и не допустить повышения налогов), что соответствует доминирующей среди них доктрине «свободного капитализма» неоконсерваторов.

Между тем, российские акции продолжают «наращивать фундаментальный потенциал». Технически, чем ниже падают котировки, тем больше они должны вырасти до своей «фундаментальной цены». Так, лидер капитализации в стране – «Газпром» сейчас имеет мультипликатор  $p/e_{2012}=4.27$ , ожидаемая прибыль ближайших лет находится чуть ниже \$40 млрд., а капитализация - \$167 млрд.

Тем кто имеет длинный временной диапазон, текущие колебания должны казаться пустыми, никчемными. Правда, при этом надо верить, что со временем все наладится. В этой логике нужно даже покупать.

Но не все готовы принимать подобную философию инвестирования, люди склонны экстраполировать текущие тенденции на длинную перспективу, продавать из предосторожности. И поэтому котировки могут еще снижаться.

С максимумов апреля индекс ММВБ упал уже на 13%. Глубина провала в 10% условно отделяет «ординарную» коррекцию от «неординарной». Провал котировок мая-апреля прошлого года имел размах в 22%, что можно считать условным ориентиром.



Вчера Росстат опубликовал первую оценку роста ВВП РФ в 1-м квартале 2011 года, рост составляет 4.1% к аналогичному периоду прошлого года, консенсус предполагал 4.2%. Мы провели процедуру сезонной корректировки. ВВП страны в реальном выражении находится на 3.9% ниже максимума 2008 года, а темпы роста 1-го квартала со снятой сезонностью в годовом выражении по сравнению с 4-м кварталом 2010 года оцениваются нами в 4.5%. Это неплохой темп роста, хотя и ниже докризисной нормы.

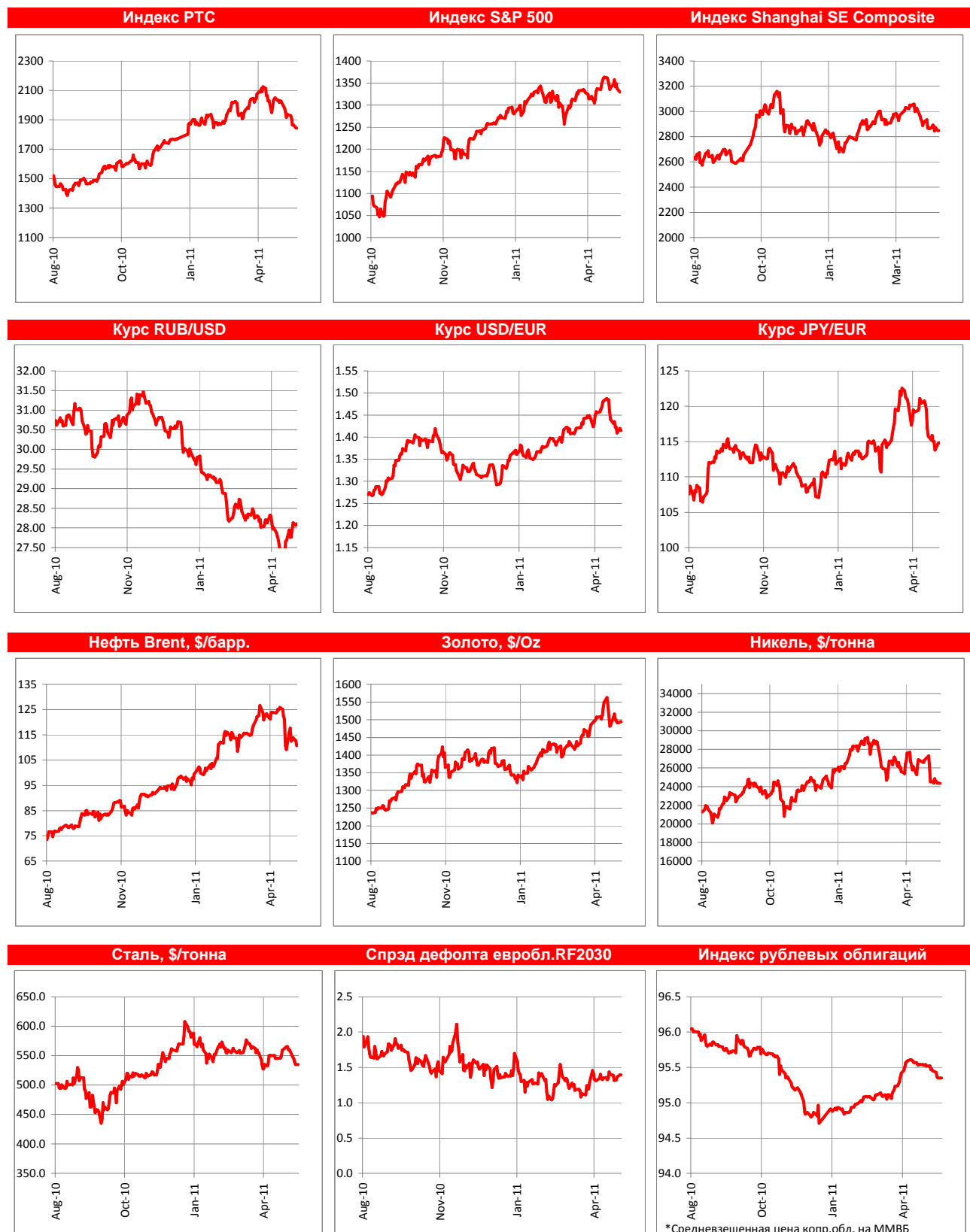
## Вкратце:

- «Сургутнефтегаз» на конец 2010 года имел на счетах порядка \$20 млрд. Как пишут «Ведомости», большая часть этих средств хранится в «Сбербанке» и их доходность близка к динамике ставок по депозитам. Почему «Сургут» несколько лет держит на балансе столько денег и не инвестирует их в развитие, не ясно. Были попытки начать зарубежную экспансию (компания купила пакет в MOL), однако они оказались неудачными. Заметим, что с учетом «кэша», операционная стоимость «Сургутнефтегаза» составляет около \$12 млрд. Для сравнения, примерно такую стоимость имеет «Татнефть», добыча которой в 2,5 раза ниже, чем у «Сургута». По нашему мнению, акции «Сургутнефтегаза» одни из самых недооцененных в этом секторе.
- «Ведомости» пишут, что «Роснефть» и ВР предложили ААР продать свою долю в «ТНК-ВР» более чем за \$30 млрд. Причем порядка \$9 млрд. могут быть оплачены акциями ВР. По сведениям издания, российские акционеры «ТНК-ВР» противятся сделке и выдвинули ряд требований. Однако как пишет сегодня ВФМ, ААР отказался продавать свою долю в нефтяной компании. Таким образом, переговоры между сторонами продолжаются. Однако одно очевидно, «Роснефть» не будет реализовывать партнерство с ВР через «ТНК-ВР», о чем неоднократно заявлялось.
- АИЖК сообщило, что уровень просрочки по ипотечным кредитам в первом квартале 2011 года вырос и достиг уровня в 9,26% от портфеля. Заметим, что рост просрочки по ипотеке наблюдается и у коммерческих банков. Причины роста просрочки АИЖК не называет.
- «Газпром» в первом квартале увеличил экспорт газа в Европу на 31% до 190 млрд. куб. метров. В основном, поставки выросли за счет Турции и Италии. Если восстановление спроса в Европе на российский газ продолжится, то «Газпром» в 2011 году может показать рекордную прибыль.
- Объем государственного долга США в понедельник достиг потолка, определенного законодательством, - \$14,294 трлн. В течение ближайших 11 недель администрация и конгресс должны договориться об увеличении предельного уровня долга, чтобы избежать дефолта США по финансовым обязательствам. По мнению аналитиков, повышение предельной нормы долга страны будет служить лишь обезболивающим, для лечения затянувшейся болезни необходимо предпринять более весомые шаги, в частности рассмотреть возможность сокращения государственных расходов, продажи госсобственности, повышения налогов, но все это тоже имеет обратную сторону и может привести к замедлению экономики. Напомним, что США уже неоднократно превышали потолок госдолга: потолок по госдолгу США 20 лет назад составлял \$3,665 трлн., десять лет назад - примерно \$6 трлн., в 2008 году - 10,7 трлн. Напомним, что недавно агентство S&P снизило прогноз по рейтингу США на «негативный», при этом сам рейтинг AAA остался.
- «Холдинг МРСК» может выплатить дивиденды за 2010 год в размере 5 копеек на привилегированную акцию (доходность - 2%). Таким образом, объем выплат за 2010 г. может составить 103,7 млн. рублей. Компания не планирует выплачивать дивиденды по обыкновенным акциям. Собрание пройдет 22 июня, реестр закроется 17 мая.
- Сегодня стало известно, что MSCI включила в состав Russia Standard Index акции ОАО «Группа ЛСР» и исключила акции «ОГК-4». Также MSCI пересмотрела вес ряда акций в индексе: «ЛУКОЙЛа» - до 12,26% (+0,95%), «Полиметалла» - до 1,13% (+0,42%), «Уралкалия» - до 2,41% (+0,29%), «Норникеля» - до 5,27% (-0,92%), «НЛМК» до 0,89% (-0,33%).

- Завершается период публикации отчетности российских компаний за 2010 год и первый квартал 2011 года. Многие компании также предоставили результаты 2010 года по МСФО, поэтому данные РСБУ не актуальны. Рядом мы представляем таблицу с результатами ряда эмитентов за первый квартал 2011 года. Так, «Газпром» в первом квартале заработал порядка \$10 млрд. чистой прибыли по РСБУ, что на 55% выше, чем годом ранее. Это произошло благодаря увеличению объемов поставок газа в Европу.

Компания	выручка, млрд руб.	% изменение	прибыль, млрд руб.	% изменение
Роснефть	328,30	33,00	85,10	70,00
ОГК-6	14,55	17,90	1,21	48,90
ЧТПЗ	20,10	120,00	2,49	50,00
ТГК-5	8,03	13,80	0,97	90,00
ДВМП	0,80	-5,10	0,04	-70,90
Газпром	1074,00	37,00	292,00	55,00
ЛОМО	0,27	-36,40	0,14	-17,80
ГМК "Норильский никель"	81,78	37,00	34,29	-32,30
Сбербанк			111,20	130,00
Полиметалл			1,15	198,61
РЖД	1195,00	13,00	29,57	-22,70
Метафракс	2,27	25,70	0,25	77,50
Горнозаводскцемент	0,36	82,00	-0,06	
Чусовской метзавод	1,33	16,00	-0,36	

## 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.