

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 18 мая 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

| Бумага | Посл. | % |
|-------------|-------|-------|
| ГМКНорник | 5187 | 4.4% |
| ФСК ЕЭС ао | 0.335 | 2.8% |
| Новатэк ао | 191.1 | 2.1% |
| Ростел -ап | 71.45 | 1.9% |
| Транснф ап | 28500 | 1.8% |
| Татнефт Зао | 131.5 | 1.7% |
| ММК | 28 | 1.6% |
| ОГК-5 ао | 2.279 | 1.6% |
| ВТБ ао | 0.074 | 1.2% |
| ГАЗПРОМ ао | 161.4 | 1.0% |
| Сурнфгз | 28.86 | 0.6% |
| ПолюсЗолот | 1434 | 0.5% |
| Система ао | 27.45 | 0.5% |
| Аэрофлот | 59 | 0.4% |
| РусГидро | 1.628 | 0.1% |
| МТС-ао | 248.5 | -0.2% |
| Сбербанк-п | 57.63 | -0.4% |
| Татнефт Зап | 71.72 | -0.5% |
| Роснефть | 220 | -0.5% |
| Газпрнефть | 137.5 | -0.5% |
| Уркалий-ао | 114 | -0.6% |
| Ростел -ао | 111 | -0.7% |
| ЛУКОЙЛ | 1580 | -0.8% |
| УралСви-ао | 0.96 | -0.8% |
| Магнит ао | 2575 | -0.9% |
| СевСт-ао | 354.8 | -1.0% |
| ОГК-3 ао | 1.778 | -1.1% |
| РБК ИС-ао | 39.51 | -1.5% |

Вчера российский рынок вел себя не так плохо. Индекс ММВБ закрылся с результатом +0.4%. Однако открытие было крайне негативным – в первые минуты торгов понедельника этот индекс показывал -2.66% с закрытия пятницы. Затем начался неравномерный подъем.

Следует заметить, что мировые фондовые рынки закрылись нейтрально – большинство суверенных фондовых индексов Европы и Америки закрылись небольшими плюсами и минусами в пределах одного процента.

Основное событие на рынках – понижение евро до рекордных отметок за последние 4 года (т.е. с 2006-го года) 1.223 \$/€ вчера. Все больше слышны голоса тех, кто хоронит евро. Многие ожидают «паритета» с долларом, то есть ситуации когда курс будет 1\$/1€. Слово «паритет» многозначное и имеет другой смысл. Справа приведен график номинального курса в сравнении с равновесным курсом по паритету покупательной способности (1.17 \$/€ на 2010 год), который рассчитывает Организация по Экономическому Сотрудничеству и Развитию

(ОЭСР). Согласно этим расчетам даже сейчас евро «переоценен» относительно своего паритета на ~5% и в этом смысле случившееся падение выглядит вполне резонным.

В ходе кризиса курс доходил до 1.25 \$/€ дважды – после краха Lehman Brothers и затем еще раз в марте 2009 года. Сейчас этот «уровень поддержки» преодолен, и некоторые считают, что это зловещий знак. Тем не менее, напомним, что после введения валюты в 99 году она торговалась на уровнях около 0.8-0.9 \$/€, ниже паритета (в любом смысле) и это естественные флуктуации.

Негативных комментариев много. К примеру, есть сообщения, что Бен Бернанке, якобы, сказал, что стабилизационный фонд в ЕС это только временное решение. Вчера появился годовой отчет ЦБ РФ, в котором указывается, что доля евро на конец года составляла 43,8% против 47,5% годом ранее. Мы видели новости, в которых фактически уверялось, что Россия выводит капиталы из евро. На самом деле, колебания курсов легко объясняют изменения долей.

Тем не менее, мы признаем, что монетарный союз евро находится под угрозой распада. Наша интерпретация проблем выглядит так. В ходе бума недвижимости в «гламурные» зоны типа Испании или Греции притекал капитал. Который вызвал неоправданный бум в экономике. Цены и зарплаты в этих зонах возросли. Платежный баланс в упрощенном виде выглядит так: экспорт минус импорт плюс приток капитала = 0. Имея приток капитала, Греция и Испания могли экспортировать товары из всего мира, мало что предлагая взамен. После кризиса приток капитала исчез, а страны оказались неконкурентоспособны с их высокими уровнями зарплат. Все было бы нормально, если страны имели собственную валюту, которая девальвировалась бы, приведя внешний сектор в состояние равновесия. Но это невозможно в зоне евро – единой валюте на всех. Бюджеты стран во время бума получали большие (и как оказывается сейчас временные) доходы. Естественно, при росте доходов росли и расходы, направлявшиеся на учителей, пенсии и прочий «европейский социализм». После кризиса бюджетам ничего не оставалось, как увеличить дефицит, чтобы поддерживать привычный уровень расходов. Собственно во временных больших дефицитах бюджета ничего страшного нет, но проблема в том, что в случае Греции или Испании они

Рынки накануне:



носили структурный характер. Даже восстановление экономики до разумного уровня (не предполагающего новых пузырей) не позволяло закрыть разрыв. И тут финансовые рынки стали спрашивать – доколе это может продолжаться и не закончится ли все дефолтом. Процентные ставки возросли, что усугубило проблему дефицита Греции из-за растущих процентных расходов (одно дело занимать под 2%, другое, под 18%, проценты больше в 9 раз - так изменилась доходность 2-х летних облигаций Греции с осени 2009 по апрель 2010).

Ситуация с единой валютой сравнима с тем, что было во время золотого стандарта. Тогда валюты были привязаны к металлу и фиксация курса также не позволяла выровнять уровни зарплат с внешней конкурентной средой. Интересный факт, во время Великой Депрессии, как только страна проводила девальвацию к золоту, так ее экономика начинала расти. Справа мы приводим график (взятый с блога Брэда Делонга) индексов промышленного производства ряда стран в сочетании с моментами девальвации. Франция держалась дольше других и так и ушла в войну с депрессивной экономикой.

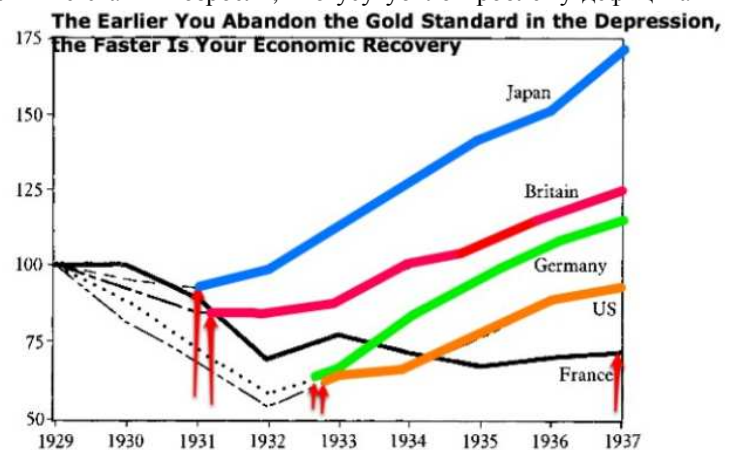


Figure 5. Indices of industrial production, 1929-1937 (1929 = 100)
Source: League of Nations, *World production and prices, 1937/8*, p. 44.

Пока эти отстающие страны ЕС имеют единую валюту, единственный выход приспособиться к новым условиям – сокращать зарплаты и траты. Можно себе представить гипотетическую ситуацию, когда в одну ночь в Греции все зарплаты снижаются на 30% - после этого, экономика становится вновь конкурентоспособной на внешних рынках и после небольшой паузы (известной у макроэкономистов как J-curve – экспорт после девальвации рисует на графике кривую похожую на букву J) страна, вероятно, начала бы бурно расти. Но такое волшебство вряд ли возможно.

Итак, у Греции и других отстающих стран ЕС есть две возможности. Первая – ужиматься, сокращать зарплаты, расходы бюджета, пока уровни цен и зарплат не приспособятся к мировому рынку. Ужимать расходы, резать программы европейского «социализма» больно. С политической точки зрения это самоубийственно. Люди всегда воспринимают снижение заработных плат как несправедливость (даже если это объективное снижение и даже если цены вокруг упали из-за дефляции и в реальном выражении люди ничего не теряют – экономисты называют это «денежная иллюзия»). Вторая альтернатива – покинуть зону евро, ввести свою валюту, скорее всего, объявить дефолт и реструктуризировать долги. И то и другое крайне неприятно. Мы не знаем, как пойдут события. Возможно, из-за помощи стран ЕС и €750 млрд. стабилизационного фонда будет реализован первый сценарий и после периода экономических мучений проблемы улягутся.

Можно попытаться себе представить негативные сценарии и чем это грозит финансовым рынкам и ценам на российские акции. Самый неприятный сценарий – это развал, подобный событиям после краха Lehman Brothers, AIG и других компаний в 2008-м году. Новые плохие долги из-за дефолтов европейских стран вызовут волну недоверия банков друг к другу и так далее. Субъективно, вероятность этого кажется не такой большой – политики неплохо уяснили уроки осени 2008-го года и не должны бы вновь повторить такую глупость. Правда, как показывает практика, расчет на разумный смысл не всегда оправдан. Греция имеет вес чуть больше 2% в ВВП Евросоюза. Гипотетический выход этой одной страны из монетарного союза не обязательно приведет к катастрофе евро. Вероятно, не будет проблемой выход и других «отстающих» стран, включая Португалию и Испанию. Но, несмотря на это, нам трудно заявлять, что проблемы Европы ничего не значат. Мы все помним историю про «тихую гавань» образца 2007-го года, которая, кстати, имела определенный резон. Как оказалось впоследствии, экономики мира, финансовые рынки крайне тесно связаны и проблемы недвижимости США не оказались ограничены только одним рынком. Кто знает, как и где могут отозваться проблемы Европы?

Именно поэтому, инвестиции в акции остаются рискованными, основанными на шансах. И именно поэтому необходимо иметь определенную степень фатализма, чтобы пассивно держать портфель акций. Мы уверены, что российский фондовый рынок крайне дешев. Справа мы приводим график индекса MSCI Russia с графиком среднего мультипликатора P/E. До кризиса рынок колебался вокруг значений P/E=12. Наши расчеты показывают, что это и есть справедливая цена. Текущий мультипликатор составляет 7 – это потенциал роста примерно на 50%, не учитывая возможности дальнейшего роста прибыли.



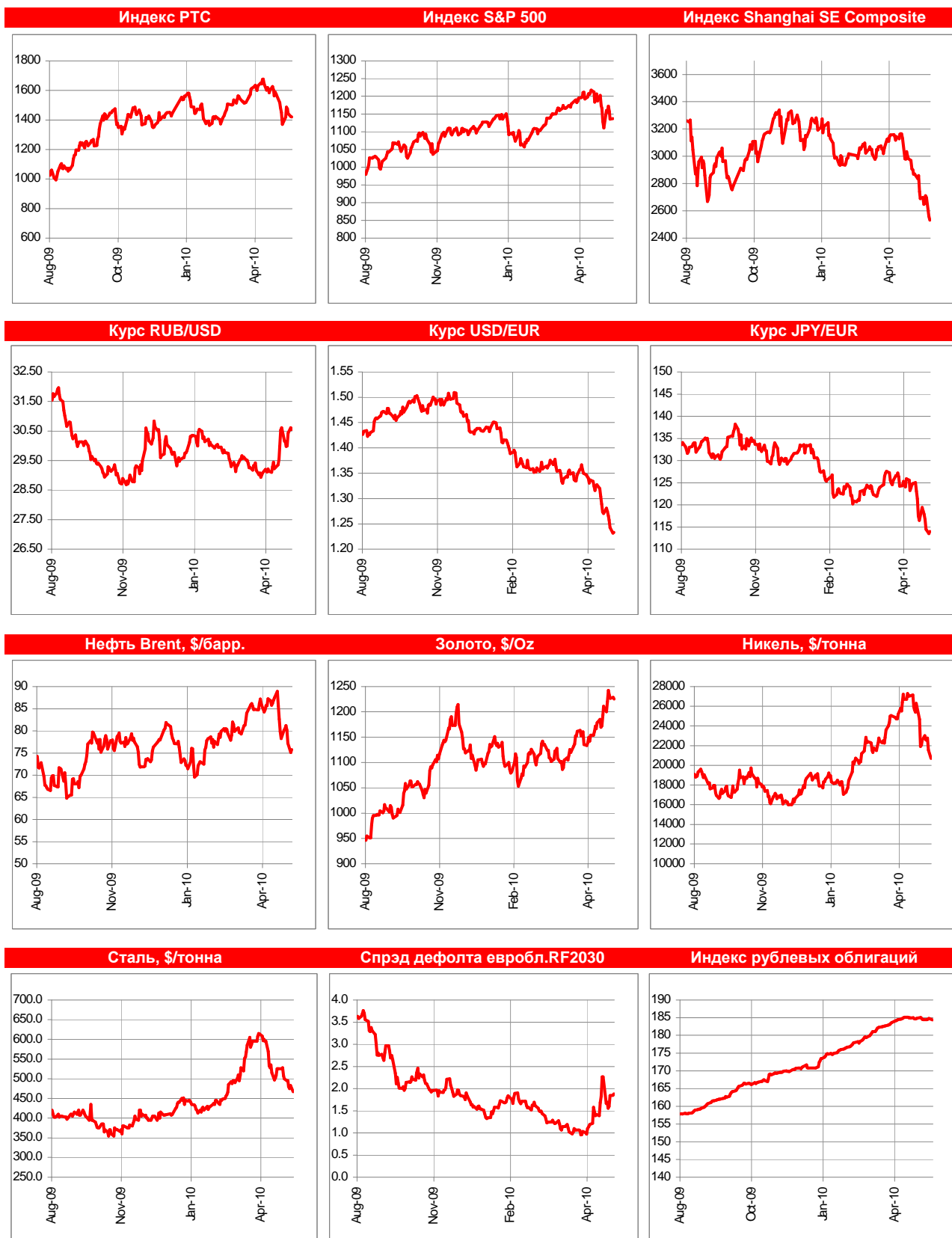
Вкратце:

- Выручка «ЛУКОЙЛа» в первом квартале 2010 года по РСБУ снизилась в 14 раз по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Такое падение выручки связано с тем, что холдинг изменил схему реализации нефти. Теперь продажей нефти не внутреннем рынке «дочки» занимаются самостоятельно, а экспорт осуществляется по договорам комиссии с головной структурой. Изменение схемы реализации нефти не повлияет на консолидированную отчетность, которая учитывает результаты деятельности дочерних структур.
- «НЛМК» выкупила у «Макси-групп» 100% акций ЗАО «Калужский научно-производственный электрометаллургический завод» за 604,5 млн. рублей. Калужский завод еще строится, производство мощностью 1 млн. тонн проката планируется запустить в 2012 году. Завод будет перерабатывать лом черных металлов.
- Ритейлер «М.видео» впервые выплатит дивиденды: совет директоров компании рекомендовал акционерам утвердить дивиденд в 2,3 рубля на акцию по итогам 2009 года. Дивидендная доходность – 1,4%. Всего на дивиденды планируется направить около 53% чистой прибыли за 2009 год.
- «Роснефть» опубликовала результаты за первый квартал 2010 года по МСФО. Прибыль компании по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выросла на 18% до \$2,431 млрд. Выручка выросла на 79% до \$14,761 млрд.
- «Русгидро» планирует не выплачивать дивиденды по итогам 2009 года, несмотря на прибыль в 3,13 млрд. рублей. Годовое собрание акционеров пройдет 30 июня, а реестр будет закрыт 19 мая.
- «ОГК-1» в 2009 году сократил чистую прибыль по МСФО в 2,4 раза до 3,13 млрд. рублей. Такое падение прибыли связано с тем, что в 2008 году была разовая сделка, в ходе которой компания получила доход в 4,64 млрд. рублей. Выручка «ОГК-1» снизилась на 1,2% до 49,3 млрд. рублей.
- «Интерфакс» со ссылкой на источники сообщает, что газ в России в 2011 году планируется продавать с дисконтом 40% к равнодоходной, в 2012 году – с дисконтом в 30%. Как пишет «Интерфакс», коэффициенты будут применяться таким образом, чтобы в среднем за год рост тарифов для потребителей составил не более 15% ежегодно. Переход на равнодоходные цены планируется осуществить в 2014 году, хотя ранее планировалось сделать это в 2011 году.

Местное:

- «Чусовской металлургический завод» по итогам 2009 года получил убыток в 2 млрд. рублей при выручке в 4,9 млрд. По сравнению с 2008 годом выручка предприятия сократилась в три раза. «Лысьвенский металлургический завод» в прошлом году снизил свою выручку на 22,4% до 1,63 млрд. рублей. Однако благодаря программе по снижению затрат прибыль компании выросла в два раза до 220 млн. рублей.
- «Березниковский содовый завод» в прошлом году снизил выручку на 9,3% до 2,887 млрд. рублей. Чистая прибыль снизилась на 68,8% до 119,5 млн. рублей.
- Производители калийных удобрений отчитались за первый квартал 2010 года. Выручка «Сильвинита по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выросла на 61% до 8,7 млрд. рублей, а чистая прибыль увеличилась на 71% до 4,1 млрд. рублей. Улучшение финансовых показателей связано с увеличением отгрузки продукции на экспорт. Ближайшие конкурент – «Уралкалий» также улучшил свои результаты. Так, выручка выросла почти в два раза до 10,17 млрд. рублей, а прибыль – в 16,5 раза до 3,6 млрд.
- «Соликамский магниевый завод» в 2009 году сократил выручку на 20% до 2,5 млрд. рублей. Убыток компании составил 114,6 млн. рублей.
- «Камская долина» 2009 год завершил с убытком в 66,7 млн. рублей при выручке в 1,459 млрд. рублей. По сравнению с 2008 годом выручка выросла почти в два раза.
- «Татнефть» за долги получила лицензию на Тукачевское месторождение нефти в Пермском крае с запасами более 3 млн. тонн.

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.