

Оперативный обзор фондового рынка

понедельник, 18 июля 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ВТБ ао	0.08457	1.6
Сбербанк	105.46	1.1
Ростел -ао	203.86	0.4
Сбербанк-п	81.85	0.4
ГАЗПРОМ ао	201.6	0.3
Ростел -ап	90.4	0.2
ОГК-5 ао	2.4589	0.2
ЛУКОЙЛ	1838.1	0.1
МТС-ао	238.85	-0.1
ПолюсЗолот	1792.5	-0.1
ГМКНорНик	7550	-0.1
Уркалий-ао	269.4	-0.2
Транснф ап	42400	-0.2
Газпрнефть	137.76	-0.3
ФСК ЕЭС ао	0.394	-0.4
ОГК-3 ао	1.3405	-0.4
СевСт-ао	512.3	-0.5
Роснефть	234	-0.6
Татнефт Зао	188.07	-0.6
Магнит ао	3949.6	-0.6
Новатэк ао	371.75	-0.6
Сурнфгз-п	13.923	-0.7
Аэрофлот	69.49	-0.8
Сурнфгз	27.752	-0.9
Татнефт Зап	94.21	-0.9
Система ао	31.714	-0.9
ММК	24.884	-0.9
РусГидро	1.355	-1.3

Пятничные изменения рынков были небольшими, индекс ММВБ закрылся почти с нулевым изменением. Фондовые рынки других стран изменились также в пределах одного процента.

Ранее мы предполагали, что активные колебания рынков могут начаться на этой неделе с пониманием того как будет развиваться европейский долговой кризис, а также с вероятным решением проблемы лимита госдолга США.

Греция. Несмотря на то, что рынки акций остаются на одном месте, рынок деривативов показывает развитие кризиса долга. Ниже на графике показаны котировки 5-ти летних CDS стран PIGS, а также Германии («безрисковая» страна зоны евро) и Норвегии (самая низкая котировка CDS в мире).

В определении рейтинговых агентств дефолт означает ухудшение условий выплаты по сравнению с первоначальными. Если европейские банки вынудят «добровольно» обменять бумаги, это будет признано дефолтом и повлечет за собой срабатывание контрактов. В этом смысле риск дефолта возрастает.

Понять математику платежей CDS можно на однолетнем CDS Греции, который в пятницу достиг исторического максимума в 3533 базисных пункта. Это означает, что продавец контракта получает 35.33% от номинала от покупателя, а тот рассчитывает получить 60%, если дефолт случится в течение года (100% номинала минус Recovery Rate, стандартно принятый за 40%). Без учета временной стоимости денег (ей можно пренебречь) вероятность дефолта составляет $35.33\%/60\% = 58.8\%$.

Небольшая оговорка. Это, так называемая «риск нейтральная вероятность», в



терминах экономистов, она имеет специфику тем, что не слишком соответствует бытовому понятию риска. В ней предполагается, что покупатель и продавец не «рискофоб» и не «рисколюб». Так, «риск-нейтральному» индивидууму нет разницы: 1) получить ли 50 тысяч рублей гарантировано или, 2) сыграть в орлянку с исходами 0 рублей и 100 тысяч рублей. Большинство людей все-таки выбирают гарантированную сумму, чем игру. Правда, это еще может зависеть от контекста игры, как это доказывают эксперименты поведенческой экономики. Если человек до этого выиграл деньги, то может ими рисковать в

Рынки накануне:



BANKS WITH TIER-1 CAPITAL RATIOS UNDER 8.0% AFTER STRESS TESTS (JULY 2010)	
Raiffeisen Zentralbank Oesterreich (RZB)	7.8%
Marfin Popular Bank Public Co Ltd	7.1%
Hypo Real Estate Holding AG	4.7%
Norddeutsche Landesbank GZ	6.2%
Deutsche Postbank AG	6.6%
WestLB AG	7.1%
Landesbank Hessen-Thuringen GZ	7.3%
National Bank of Greece	7.4%
Piraeus Bank Group	6.0%
Agricultural Bank of Greece S.A. (ATEbank)	4.4%
Bank of Ireland	7.1%
Allied Irish Banks	6.5%
Unicredit	7.8%
Monte Dei Paschi Di Siena	6.2%
Banco Popolare - S.C.	7.0%
Unione Di Banche Italiane Scpa (UBI Banca)	6.8%
Espirito Santo Financial Group S.A. (ESFG)	6.9%
Nova Ljubljanska Banka (NLB)	6.3%
Jupiter	6.3%
Caixa	7.7%
Base	7.8%
Banco Popular Espanol, S.A.	7.0%
Banco De Sabadell, S.A.	7.2%
Diada	3.9%
Breogan	7.2%
Mare Nostrum	7.0%
Bankinter, S.A.	6.8%
Espiga	5.6%
Banca Civica	4.7%
Caja De Ahorros Y Monte De Piedad De Zaragoza	6.7%
Banco Pastor, S.A.	6.0%
Caja Sol	6.0%
Unnim	4.5%
Caja3	6.1%
Caja De Ahorros Y Monte De Piedad De Cordoba	4.3%
Banco Guipuzcoano, S.A.	6.1%
Caja De Ahorros De Vitoria Y Alava	7.0%
Caja De Ahorros Y Monte De Piedad De Ontinyent	6.6%
Colonya - Caixa D'Estalvis De Pollensa	6.2%

Source: Committee of European Banking Supervisors

той же орлянке. В отличие от случая, когда деньги достались ему с трудом.

Кроме роста котировок CDS сохраняются высокими доходности облигаций Италии и Испании, десятилетние бумаги находятся на 5.7 и 6% соответственно, что довольно близко к пороговому уровню около 7%, после которого Португалия и Греция обратились за помощью к ЕС и МВФ.

На этой неделе лидеры ЕС собираются на внеочередной саммит, на котором вновь будут обсуждать меры, как предотвратить сползание в неконтролируемый кризис. Если будут приняты решительные меры, то кризис можно будет развернуть. Необходимо более щедрое выделение помощи, а также отказ от требований «поддержки» держателей облигаций.

На предыдущей странице опубликован список банков, которые не прошли стресс-тест, и которые нуждаются в докапитализации. Как и прошлогодний стресс-тест, нынешний критикуется за недостаточную жесткость. Тем не, менее, это положительный знак. Спрэды LIBOR - OIS и EURIBOR- EUREPO (справа) не показывают никакой напряженности в банковской системе.



Лимит долга США. Между демократами и республиканцами продолжается торговля. Последние используют лимит долга как рычаг, чтобы вынудить сократить расходы государства, в соответствии с собственной идеологией «supply side economics». Демократы стоят на более социалистических позициях и ратуют за большую перераспределительную роль государства (взять больше у богатых и отдать бедным). Для них сокращение трат не соответствует идеологии.

Вероятно, что на этой неделе консенсус между партиями будет достигнут. Рынки облигаций в США, похоже, не обращают никакого внимания на это столкновение и не верят в возможность «технического дефолта». Доходность 10-ти летних облигаций находится вблизи минимумов с 2010 года, отражая, вероятно две вещи:



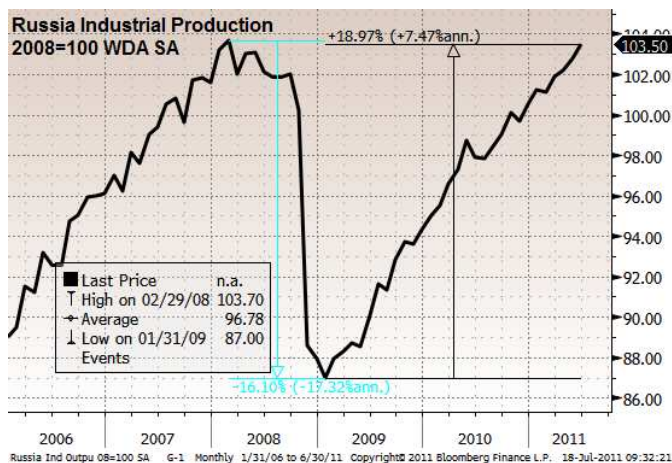
1) «Бегство за качеством» под влиянием долговой проблемы ЕС. Это же отражают котировки золота, которые составляют почти \$1600 за унцию. Это исторический максимум.

2) Влияние мягкой политики ФРС США. Пока официально нет речи о 3-й волне QE, но ряд авторитетных экономистов (например, Бред Делонг) говорят, что это желаемая мера. Как бы то ни было, политика нулевых ставок в США будет продолжительной.

Мы полагаем, что на этой неделе (максимум на следующей) проблема лимита госдолга будет разрешена, и депутаты придут к соглашению. Дефолт США вряд ли угрожает..

Вкратце:

- Справа мы публикуем индекс промышленного производства РФ, который почти вышел на максимумы 2008 года. Это сезонно скорректированный индекс, с учетом рабочих дней (подпись на графике: WDA = Workday Adjusted, SA – Seasonally Adjusted).
- «Сбербанк» сообщил о покупке 100% Volksbank International (работает в странах Восточной Европы). По информации «Коммерсанта», сумма сделки составила €670-760, что на 15-30% превышает значение собственного капитала. Интересно, что нынешний собственник Volksbank – банк Oesterreichische Volksbanken не прошел стресс-тестирование. И за счет продажи «дочки»



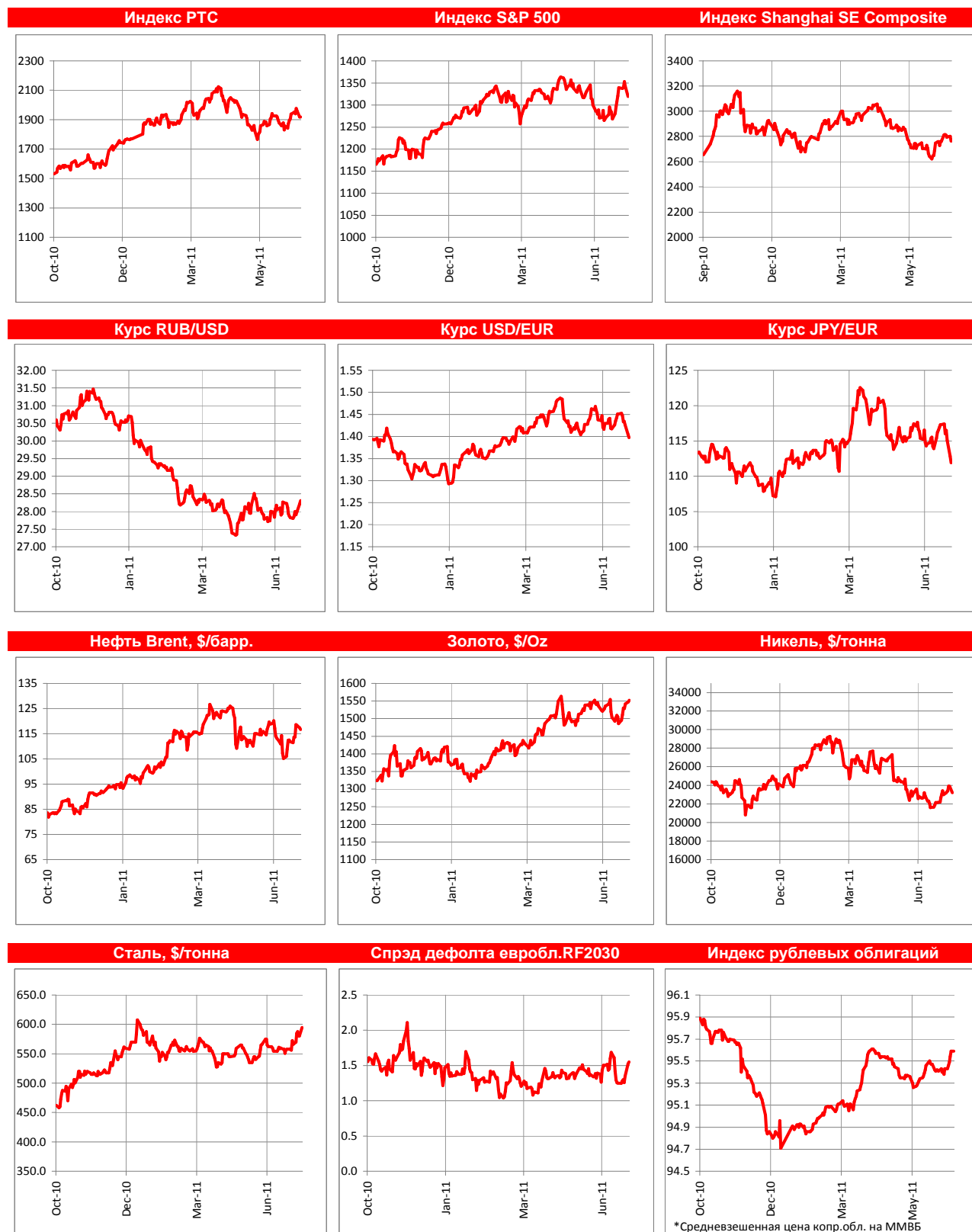
Oesterreichische Volksbanken планирует увеличить достаточность капитала.

- А. Костин сообщил, что «ВТБ» договорился с миноритариями о консолидации 75% акций «Банка Москвы». По его словам, на этой неделе будет подписано соглашение с АСВ о начале санации «Банка Москвы». Напомним, что агентство предоставит «ВТБ» 10-ти летний кредит на 295 млрд. рублей.
- Также на прошлой неделе «ВТБ» и «РЖД» подписали акционерное соглашение о покупке 29,4% акций «Транскредитбанка» по 24,4 рубля за акцию (16,5 млрд. рублей за весь пакет). В результате этой сделки, доля «ВТБ» в «Транскредитбанке» вырастет до 72,6%, а у «РЖД» останется 25% минус одна акция. Однако в 2012-2013 гг. «РЖД» планирует полностью выйти из капитала «Транскредитбанка». В отличие от «Банка Москвы», покупка «Транскредитбанка» является дружественной, поэтому проблем с этим активом быть не должно. Более того, «Транскредитбанк» имеет более высокие показатели ROE, чем «ВТБ» (31,2% против 11% у «ВТБ»), поэтому покупка позволит последнему несколько улучшить свои показатели.
- В. Путин в очередной раз призвал банки снизить ставки по ипотечным кредитам до 5-6%. Мы полагаем, что пока инфляция не снизится до стабильных 2-3% годовых, банки вряд ли будут в состоянии выдавать ипотечные кредиты по таким ставкам.
- «ВТБ» в первом полугодии сократил чистую прибыль на 18,6% до 22,118 млрд. рублей по РСБУ.
- Украина активизировала переговоры с «ЛУКОЙЛом» о запуске Одесского НПЗ. Напомним, что в прошлом году из-за убыточности «ЛУКОЙЛ» остановил работу этого НПЗ. Убытки несут и другие НПЗ в этой стране. Сейчас Украине импорт бензина из Белоруссии обходится куда дешевле, чем производить собственный. Поэтому нефтепереработка в этой стране стала убыточной. Кроме того, из-за перевода нефтепровода Одесса-Броды на нормальный режим работы (раньше он работал в реверсном режиме), Одесский НПЗ лишился поставок сырья. Отметим, что мощность Одесского НПЗ составляет 2,8 млн. тонн нефти в год, что менее 5% от общей переработки «ЛУКОЙЛа», поэтому остановка НПЗ вряд ли окажет ощутимое влияние на финансовые показатели компании.

Местное:

- «ВСМПО-Ависма» закрыла сделку по покупке 100% в ООО «Нефтьпроминвест», которое через свою «дочку» владеет месторождением титана в Тамбовской области. По словам главы «ВСМПО», в конце июля будет определена стоимость проекта по освоению этого месторождения, предварительно, на ее реализацию может потребоваться \$300-500 млн.
- В первом полугодии объем строительства жилья в Пермском крае снизился на 18,5% и составил 244,4 тыс. кв. метров. Мы не видим в этом ничего плохого. Строительство жилья имеет достаточно длинный цикл, поэтому на такие показатели как месяц - квартал - полугодие не стоит обращать внимания.
- Арбитражный суд Москвы обязал «Уралкалий» заключить договор с «Дорогобужем» на поставку 150 тыс. тонн хлористого калия ежегодно в течение пяти лет. Цена поставки рассчитывается исходя из экспортной стоимости калия за вычетом транспортного тарифа.

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.