

Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 18 сентября 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ГМКНорник	3725	4.5%
ФСК ЕЭС ао	0.302	4.1%
Трансф ап	24120	3.2%
Новатэк ао	129.3	0.6%
Роснефть	226.2	0.4%
ГАЗПРОМ ао	181.5	0.3%
Татнфт Зап	45.99	-0.1%
Магнит ао	1650	-0.3%
СевСт-ао	224.5	-0.4%
Газпрнефть	128.2	-0.5%
Система ао	15.95	-1.0%
ММК	21.33	-1.0%
ПолюсЗолот	1390	-1.1%
Ураллий-ао	115.7	-1.2%
Татнфт Зао	128.5	-1.2%
Сурнфгз-п	11.64	-1.2%
МТС-ао	207.3	-1.3%
ЛУКОЙЛ	1658	-1.5%
ОГК-5 ао	1.404	-1.8%
Ростел -ап	48.25	-2.0%
Ростел -ао	155.9	-2.2%
ВТБ ао	0.054	-2.4%
РБК ИС-ао	36.25	-2.5%
Сурнфгз	27.15	-2.5%
Аэрофлот	38.3	-2.6%
РусГидро	1.072	-2.9%
УралСви-ао	0.666	-2.9%
Сбербанк-п	36.88	-3.0%
Сбербанк	58.99	-4.3%
ОГК-3 ао	1.405	-7.7%

Вчера индекс ММВБ скорректировался на 1%, тем не менее, рынок остается вблизи максимумов начала лета. В течение дня индекс ММВБ преодолевал эту отметку, тогда как долларový индекс продолжает находиться на максимумах. Это происходит из-за валютной разницы – вчера, как и ожидалось курс рубля к доллару обновил пост-девальвационный максимум (официальный 30.39 руб./\$, минимум номинального курса - 30.24). Круглая отметка в 30 руб./\$ очень близка.

Вчера Центробанк опубликовал изменения резервов на прошлой неделе, закончившейся 11 сентября. Они выросли на \$6 млрд. до \$410.9 млрд. Если учесть валютные разницы (связанные с колебанием евро, фунта и йены), которые мы оценили в +\$4.4 млрд., получается, что резервы выросли на \$1.6 млрд. Это, показывает, что на валютном рынке рубля продолжается перекос в сторону предложения, и поэтому рубль растет.

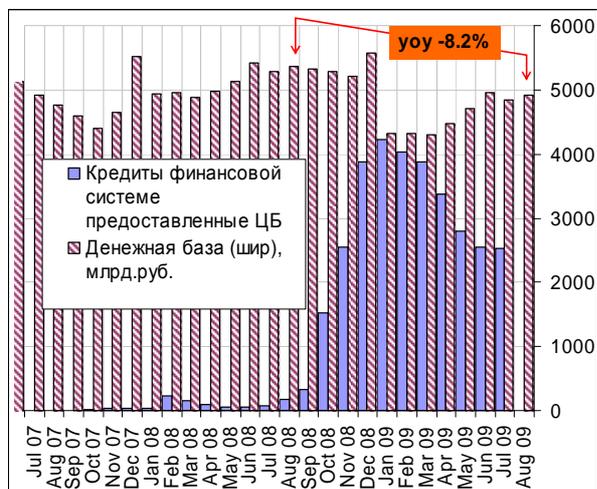
Ростовые движения на российских рынках происходят под влиянием мировых тенденций – доллар падает, а большинство валют к нему укрепляется, рискованные активы - акции и облигации – растут. Так, вчера на рынке облигаций развивающихся рынков происходил заметный рост, в котором лидировали российские еврооблигации.

Справа представлен график доходности Russia-2030 в сравнении с доходностью 10-ти летних облигаций казначейства США (бумаги примерно сравнимы, поскольку российские еврооблигации амортизационные, гасятся частями, модифицированная дюрация составляет 5.6 и 8.2 лет, соответственно). Спрэд дефолта российских бумаг (т.е. разница в доходности) на пике доходил до 9%, тогда как вчера опустился до 2.8%. Напомним, что до кризиса спрэд дефолта российских бумаг был в районе 1%, и даже ниже этой отметки. С минимумов октября на еврооблигации Россия-2030 только на разнице курсовых цен можно было заработать 43%, плюс купонную доходность.

Движение российских еврооблигаций отражает общую тенденцию – продолжающееся сокращение рискованных спрэдов и снижение доходности. В ситуации, когда финансовые системы наводнены ликвидностью, а доллары, евро, йены и фунты имеют краткосрочную стоимость близкую к нулю благодаря политике наводнения деньгами при уже нулевых ставках («quantitative easing» или «credit easing», как ее называет Бен Бернанке) начинается охота инвесторов за большей доходностью. Именно на это и направлена монетарная политика развитых стран – подтолкнуть кредитование.

В России монетарная политика остается жесткой, хотя есть небольшие подвижки в положительную сторону. Недавно были опубликованы данные по размеру денежной базы в широком определении (количество всех выпущенных в экономику «первичных» рублей, наличных и безналичных). Денежная база августа на 8.2% ниже, чем была год

Рынки накануне:



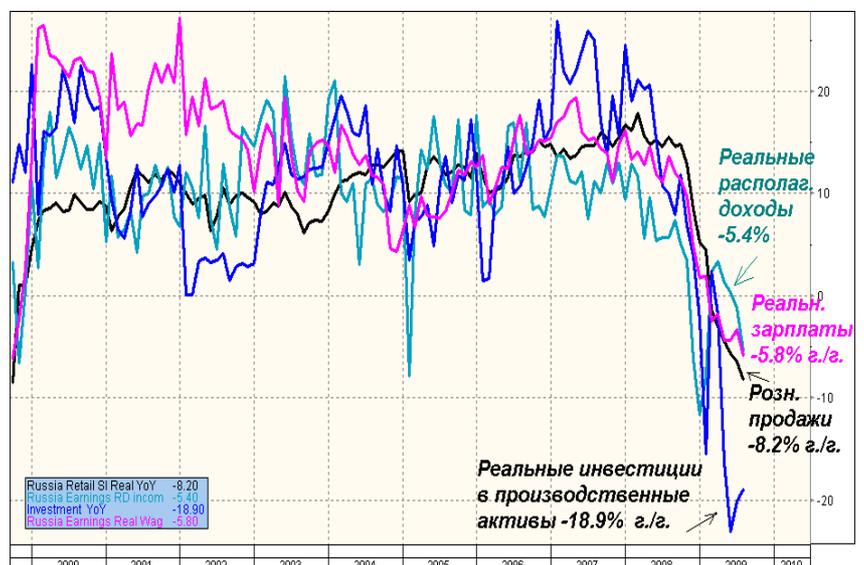
назад. На графике видно, что резкая «ступенька» по снижению количества рублей произошла в январе. Это эффективно остановило девальвацию, лишив банковскую систему ликвидности и ресурсов капитала для бегства в доллар. Но это же обусловило падение ВВП на 9.8% в 1-м квартале, поскольку реальный сектор, лишенный кредита, был вынужден распродавать запасы и остановить инвестиции. Экономисты сравнивают денежную политику с поводком – центральный банк может резко дернуть за него и остановить движение экономики, но при этом «нельзя толкнуть поводок». В этом выражении различие между монетарной политикой в развитых странах (и некоторых развивающихся, которые не таргетируют свой валютный курс, например, Мексика или Бразилия) и Россией. В развитых странах наводнение долларами или фунтами не приводит к резкому росту экономической активности или инфляции – толкнуть экономику не получается, эти «лишние» денежные единицы остаются замкнутыми в банковской системе и плохо тратятся. В России, после того, как поводок резко дернули в январе, ЦБ РФ где-то с мая начинает его медленно отпускать. Сейчас у ЦБ РФ для этого есть хорошие механизмы – а именно кредит, предоставленный финансовой системе. Правительство РФ в последние месяцы тратит деньги бывшего Стабфонда (сейчас это Резервный фонд и фонд Нац.Благосостояния), примерно по 200 млрд. рублей – это дефицит бюджета. Деньги, изъятые из экс-Стабфонда это инфляционные, свеженапечатанные рубли, увеличивающие денежную базу. Но ЦБ может уменьшать величину кредита, предоставляемого банкам, и поэтому величина денежной базы не растет. Политика медленного приотпускания натянутого ранее поводка приводит к тому, что экономики РФ выходит из режима спада, идет медленно. Так, реальное предложение денег упало даже больше. Инфляция в России август-август составила 11.6%, следовательно реальное предложение MBase/P упало на -17.7% $[(1-8.2\%)/(1+11.6\%)-1]$, а это большая величина.

Тем не менее, мы оптимистичны в обоих случаях. Политика «толкания поводка» в развитых странах, похоже, не может резко реанимировать экономический мотор, но дает медленную положительную реакцию.

Вчера Росстат опубликовал целый набор экономических данных за август. Безработица (по методологии МОТ) второй месяц подряд остается на уровне 8.3%. Различные эксперты, ожидают, что показатель будет расти к концу года и началу следующего (учитывая увольнения в Аэрофлоте или АвтоВАЗе), кроме этого ссылаются на сезонность. Есть цели безработицы по 10% и выше.

Интересно также, что российская безработица движется в обратную сторону, по сравнению с США и другими странами, что, казалось бы, противоречит экономической динамике. Важно отметить, что безработица во всех странах является запаздывающим фактором, т.е. занятость может падать в то время когда экономика уже растет. Мы бы не стали уделять большого внимания этому показателю.

Другие данные – реальные зарплаты, розничные продажи, располагаемые доходы населения показывают неудовлетворительную динамику. Все они косвенно характеризуют состояние конечного потребления, составляющего около 50% в ВВП. При средней оценке показателей в -7%, можно оценить вклад падения потребления в ВВП, он составил $50\% * -7\% = -3.5\%$ (г/г). Падение инвестиций в произв. активы (доля валового накопления 26%) в -18.9% позволяет аналогично оценить вклад падения инвестиций в ВВП в -5%. Итак, суммарное падение инвестиций и частного потребления дает вклад порядка 8%. Правда, в инвестициях есть высоковолатильная компонента запасов, которую просто невозможно оценить. Напомним, что 6/7 падения 1-го квартала было связано с падением запасов (разбивка 2-го квартала до сих пор не опубликована). Теперь структура падения ВВП изменилась – действительно, идет падение потребления. В составе ВВП также есть положительные компоненты, госрасходы и чистый экспорт, что позволяет оценить темпы падения экономики России за год примерно в -6-8%.



Несмотря на не самые приятные макроэкономические новости по России мы остаемся оптимистами. Во-первых, это данные августа, тогда как рынки живут ожиданиями. Вчерашние движения на рынке нам кажутся вполне логичными. Так, вчера сдувались банки. «Сбербанк» по нашему мнению действительно вырос слишком сильно – значение мультипликатора Price/BV=1.70 в текущих условиях нам кажется перебором. Мы бы понимали такую цену, если бы рынок акций в целом находился на адекватных уровнях. Мы верим, что значения P/BV=4, которые были полтора года назад, - это был банковский пузырь. Акции ВТБ с мультипликатором в 0.8 в 2 раза дешевле «Сбербанка», но это оправдано и допэмиссией и хронической низкой эффективностью банка, который не мог зарабатывать приемлемую отдачу на капитал даже во время кредитного бума, а сейчас несет огромные потери.

Рост акций ФСК вчера нам кажется вполне оправданным. Обсуждается вопрос повышения тарифов на 30% со следующего года и переход на систему тарифообразования RAB. Следует отметить, что даже это не новость – все это было предусмотрено в программе преобразования электроэнергетики давно и движется по намеченному пути. Нам по-прежнему крайне нравятся акции ФСК. С другой стороны, вчера упали акции ОГК-3 (как и всех других ОГК), что кажется нелогичным.

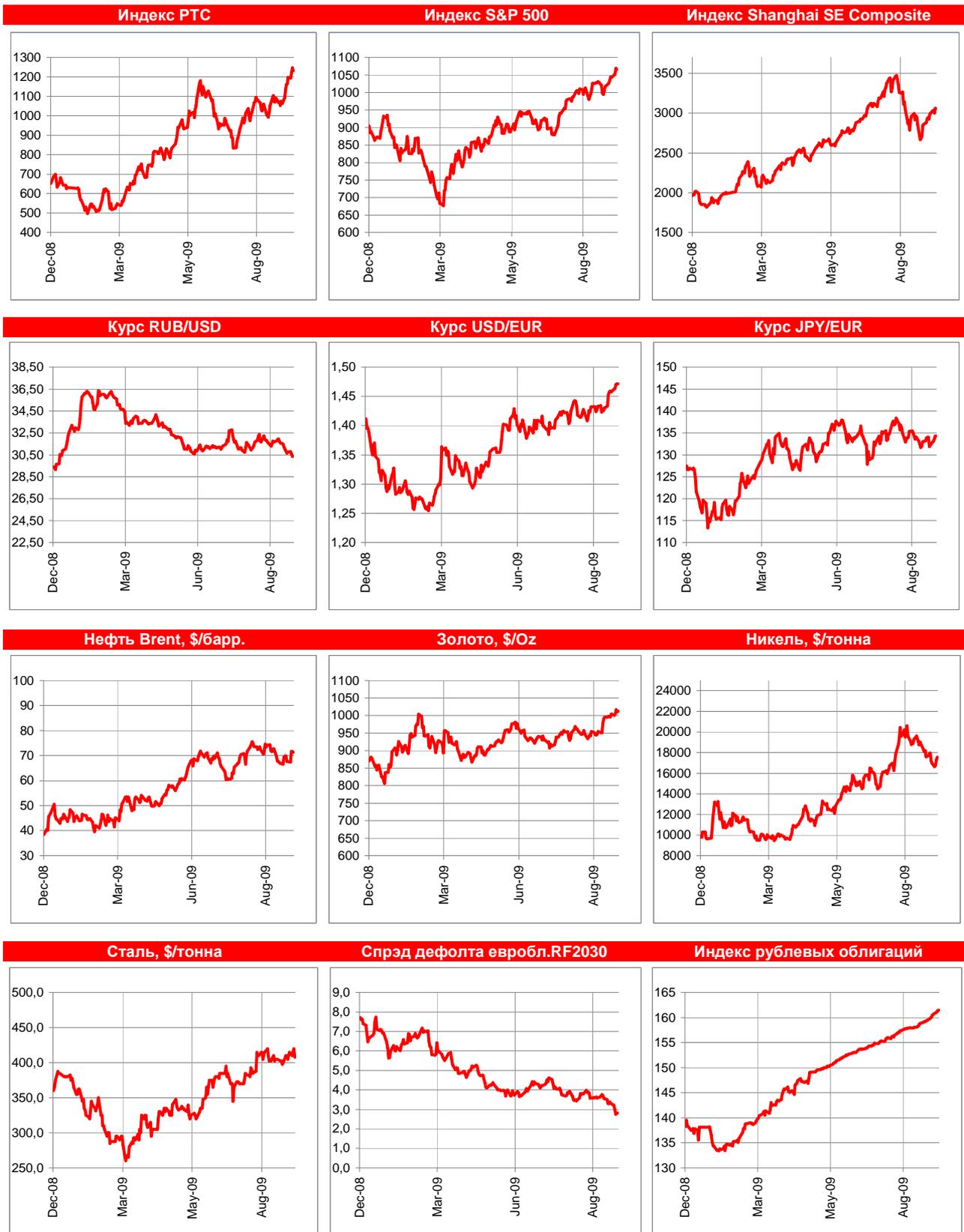
Новости вкратце:

- Правительственная комиссия одобрила выделение госгарантий на сумму в \$470 млн. группе «ПИК». Госгарантии позволят компании реструктуризировать часть задолженности перед «Сбербанком». После реструктуризации задолженности «Сбербанк» предоставит «ПИКу» кредит на \$920 млн., которые планируется направить на стройки и на гашение части кредитов. На этой новости вчера котировки «ПИК» на ММВБ взлетели почти на 30% до 79,9 руб., достигнув технического предела. Так как новость о выделении госгарантий появилась под конец торгов, сегодня мы не исключаем продолжения роста в этой бумаге.
- Вчера И. Сечин в ходе своего визита на Саяно-Шушенскую ГЭС заявил, что затраты на ее восстановление превысят \$1,3 млрд. Половину из этой суммы «Русгидро» может привлечь за счет допэмиссии акций. Как уточнил С. Шматко, такой объем допэмиссии является максимально возможным, учитывая необходимость сохранения государством контрольной доли в «Русгидро».
- С. Богданчиков заявил, что «Роснефть» не исключает покупки новых активов в сфере добычи и переработки нефти. Однако отмечается, что решение будет приниматься только в том случае, если рентабельность активов будет не ниже 20%. По словам С. Богданчикова, в настоящее время такие активы найти достаточно сложно. Напомним, что аналогичной стратегии ограничения минимальной рентабельности придерживается «ЛУКОЙЛ».
- А. Кудрин через 3-6 месяцев ожидает коррекцию мировых цен на нефть. Свой прогноз он объясняет тем, что в первом полугодии цена на нефть росла вопреки снижению спроса, поэтому она перегрета, а когда ФРС начнет выводить ликвидность с рынка, цены на нефть упадут. Напомним, что в свои прогнозы правительство закладывает цену нефти в \$50 за баррель в долгосрочной перспективе, что, на наш взгляд, является консервативным.
- Глава ФСТ вчера заявил, что все МРСК могут перейти на RAB в течение 2 лет. По его словам, решение о переходе фактически принято и в течение следующего года некоторые компании смогут начать переход на RAB. По расчетам ведомства, при переходе на RAB тарифы на услуги ФСК в следующем году может вырасти на 30%.
- Китайские СМИ пишут, что монетарные власти Поднебесной сохраняют «адекватную мягкую» денежно-кредитную политику в следующем году. По словам представителя Народного банка Китая, ключевой целью является поддержание экономического роста.
- АФК «Система» по итогам второго квартала получила прибыль в размере \$246,2 млн., что на 11,2% меньше по сравнению с аналогичным периодом 2008 года. Выручка выросла на 3,1% до \$4,24 млрд. Башкирские активы впервые были включены в консолидированную отчетность. Как пишется в материалах компании, во втором квартале предприятия башкирского ТЭКа принесли \$92 млн. чистой прибыли.

Местное:

- «Пермцветмет» (один из крупнейших в России переработчиков вторичного алюминия) покупает за 58,6 млн. руб. имущество своего конкурента - обанкротившегося подольского ЗАО «Завод вторичных металлов и сплавов». Сделка еще не закрыта. По словам представителя «Пермцветмета» есть компании, недовольные итогами аукциона по продаже имущества банкрота.

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.