

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 19 июля 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
МТС-ао	238.86	0.0
Сурнфгз-п	13.92	0.0
ОГК-3 ао	1.34	0.0
ПолюсЗолот	1790	-0.1
Уркалий-ао	268.03	-0.5
Сурнфгз	27.6	-0.6
ГМКНорНик	7500	-0.7
Газпрнефть	136.74	-0.7
ММК	24.68	-0.8
Магнит ао	3913.7	-0.9
Система ао	31.41	-1.0
Аэрофлот	68.74	-1.1
Ростел-ао	201.62	-1.1
Татнфт Зап	93.16	-1.1
Татнфт Зао	185.88	-1.2
Новатэк ао	367	-1.3
СевСт-ао	505.2	-1.4
Транснф ап	41800	-1.4
ВТБ ао	0.08333	-1.5
ЛУКОЙЛ	1810	-1.5
Ростел-ап	89	-1.6
ГАЗПРОМ ао	197.95	-1.8
Роснефть	229.25	-2.0
РусГидро	1.3269	-2.1
ОГК-5 ао	2.4063	-2.1
Сбербанк-п	79.95	-2.3
ФСК ЕЭС ао	0.37969	-3.6
Сбербанк	101.3	-3.9

притом, что цели по инфляции в еврозоне составляют 2%. Это означает, что инвесторы готовы довольствоваться 0.65% реальной доходностью, хотя до кризиса эта цифра была ближе к 2-3%. Идет «бегство за качеством» с идеей «лучше недозаработать, чем потерять»

Евросоюз проводит внеочередной саммит глав государств 21 июля. Медлительность, нерешительность и недостаточная реакция политиков Европы является важнейшей причиной страхов рынков. Возможно, провал приведет их в чувства, и будут провозглашены решительные меры, но пока, в ближайшие два дня рынки продолжит лихорадить.

Банк Москвы. Продолжает проясняться туман вокруг покупки «Банка Москвы». Накануне были новости, что ВТБ договорился с миноритариями о покупке 75% акций. На эту тему была вчера статья «Ведомостей» с расследованием и комментариями. Их нее следовало, что пакеты, купленные Юсуповым (20% акций были приобретены на кредиты от «Банка Москвы»), будут покупаться по вполне приличной цене – по которой были откуплены у Бородина (сумма не называется). Есть небольшой пакет у Керимова (3,88%), которого тоже не обидят ценой, а также будут выкупаться остальные акции у

Рынки вчера пережили очередной приступ страхов, связанных с долговой проблемой Европы. Индекс ММВБ упал на 1.5%, движение было согласованно с падением европейских рынков, которые упали на 2-3%. Рынок акций Италии показал новый минимум по закрытию с 2009 года.

Лидером неожиданно оказался имеющий большой вес в индексах «Сбербанк». Снижение на минус 4% прошло без заметных корпоративных новостей. Можно трактовать это как то, что инвесторы продавали относительно дорогие бумаги в стиле «есть прибыль для фиксации». Даже после вчерашнего отката «Сбербанк» близок к своим посткризисным максимумам, в отличие от нефтяных бумаг.

Падают цены облигаций периферийных стран. 10-ти летние бумаги Испании вчера достигли 6.3% годовых (уровень 6% был «пробит» на этой неделе). Аналогичные итальянские чуть ниже отметки в 6%. Справа приведены котировки CDS, обновившие вчера исторические максимумы. Ставка 5-ти летних CDS Греции 24,75% предполагает 87,3%-ю вероятность дефолта за этот срок.

Растут «безрисковые активы», такие как золото, превысившее вчера \$1600 за унцию. Растут облигации Германии, 10-ти летние бумаги торгуются под 2.65%,

Рынки накануне:



неизвестных акционеров.

Накануне ВТБ опубликовал отчетность, и вчера провел телеконференцию с аналитиками, на которой появились новые уточнения. Так, ВТБ заявил, что планирует потратить на покупку 100% «Банка Москвы» 258 млрд. рублей, включая уже уплаченные в феврале средства. Это эквивалентно \$9,2 млрд., текущая капитализация «Банка Москвы» \$4.5 млрд. Таким образом, у портфельных инвесторов появляются надежды на обязательную по закону оферту, связанную с приобретением ВТБ более 75% акций. И если она состоится, то предполагает цену в два раза выше, чем сейчас на рынке. Так что рост котировок акций, который начался еще в четверг (+11%), оправдан инсайдом.

Капитал «Банка Москвы» составляет 117 млрд. рублей (\$4.14 млрд.), 649 рублей на одну акцию по итогам 3-го квартала 2010. Отчетность за полный год пока не публикуется, видимо, бухгалтера не могут установить размеры резервов под кредиты «связанным сторонам», то есть Бородину, которые, судя по заявлениям, составляют около 300 млрд. рублей или \$10.6 млрд., это почти половина всех корпоративных кредитов.

Мультипликатор $p/bv=797/649=1.23$. Покупается банк почти в два раза дороже, $p/bv=258 \text{ млрд.}/117 \text{ млрд.} = 2.2$ капитала. Если ВТБ будет проводить оферту, то можно заработать $[2.2/1.23-1] + 80\%$ со вчерашней котировки. Кстати, ВТБ «любит» покупать банки под 2 капитала, во столько же был оценен «Транскредитбанк». Однако этот банк довольно прибыльный, ROE банка стабильно около 26-30%, даже в проблемном 2009 году отдача составила 22%.

Несмотря на возможную оферту, игра в «Банк Москвы» остается довольно рискованной. Ранее мы предполагали, что инвесторы могут понести существенные потери, если ВТБ будет проводить допэмиссию на 100 млрд. рублей. Она также называлась как необходимый шаг санации банка. Сумма почти равна капиталу «Банка Москвы» (117 млрд.), что можно трактовать как то, что капитал Банка Москвы полностью утерян. Мы расценивали это как плохой признак, предполагаем, что может быть проведена большая размывающая допэмиссия. Например, с ценой в 100 рублей за акцию (номинал, по закону об АО дешевле номинала размещать акции нельзя). Это в 8 раз дешевле, чем сейчас. Вчера на телеконференции не было заявлений о допэмиссии, может быть ее не будет.

Сценарий с допэмиссией пока нельзя отметить. Мы можем предположить следующий негативный вариант развития событий. ВТБ выкупает пакеты у Юсупова и Керимова под неплохие деньги (с убытком они вряд ли согласятся продавать), доводит свою долю до 75%. Имея квалифицированное большинство, проводит размывающую допэмиссию. А по средней цене акции между своей дорогой покупкой и дешевой допэмиссией проводит оферту для миноритариев. Правда, это будет выглядеть не слишком этично по отношению к оставшимся миноритариям «Банка Москвы», но бизнес есть бизнес.

Государство уже выделило деньги на спасение проблемной сделки ВТБ. ЦБ «напечатал» 295 млрд. рублей, отдал их под 0.5% АСВ. Это агентство, в свою очередь, передало эти деньги под 0.51% «Банку Москвы». А он на купленные деньги купит ОФЗ, выпущенные Минфином под 8%. Разница в процентных ставках дает 22.09 млрд. прибыли в год, а вся операция рассчитана на 10 лет. Вот эти накопленные проценты «Банк Москвы» может засчитать как прибыль и поставить ее себе в финансовый результат уже прямо сейчас.

Не понятно, по какой ставке бухгалтера будут дисконтировать прибыль. Предположим, под 8% и примем ставку налога на прибыль за 20%. Тогда прибыль «Банка Москвы» от этой операции составит 118,6 млрд. рублей $[=22.09 \text{ млрд. руб.} * (1-20\% \text{ налог}) * ((1-(1+8\%)^{-10 \text{ лет}})/8\%)]$; последний множитель – коэффициент аннуитета на 10 лет]. Цифра помощи практически равна капиталу «Банка Москвы» по итогам 3-го квартала.

Итак, 118.6 млрд. рублей составляет помощь государства, еще 100 млрд. рублей может быть допэмиссия от ВТБ на пополнение капитала. А размер проблемных ссуд «связанным сторонам» составляет около 300 млрд. Возможно, какая-то часть из них является возвратной. Несмотря на то, что Бородин находится в Лондоне, есть рычаги давления по линии Интерпола, да и такое «кредитование» попахивает банальным мошенничеством.

В сухом остатке – можно попробовать играть в акции «Банка Москвы», рассчитывая на оферту. Мы полагаем, что если не появится новых уточнений или будет заявлено, что допэмиссии не будет, то котировки могут продолжить расти куда-то ближе к 1433 рублям – во столько, могут быть оценены акции из названной цифры 258 млрд. за 100% «Банка Москвы».

Вкратце:

- ММВБ с 25 июля исключает из расчета индекса ММВБ акции «Полус Золота». Причина – поглощение ее казахской KazakhGold. Вместо «Полуса» в индекс будут включены депозитарные расписки «Русала».
- Вчера в РТС Board начались торги акциями «Алросы». В первый день торгов участники рынка оценили компанию в \$7,1 млрд. Таким образом, компания торгуется с P/E 2010=17, что может быть адекватным для алмазодобывающей компании. Интересно, сейчас одна акция «Алросы» стоит \$26010, что делает ее самой

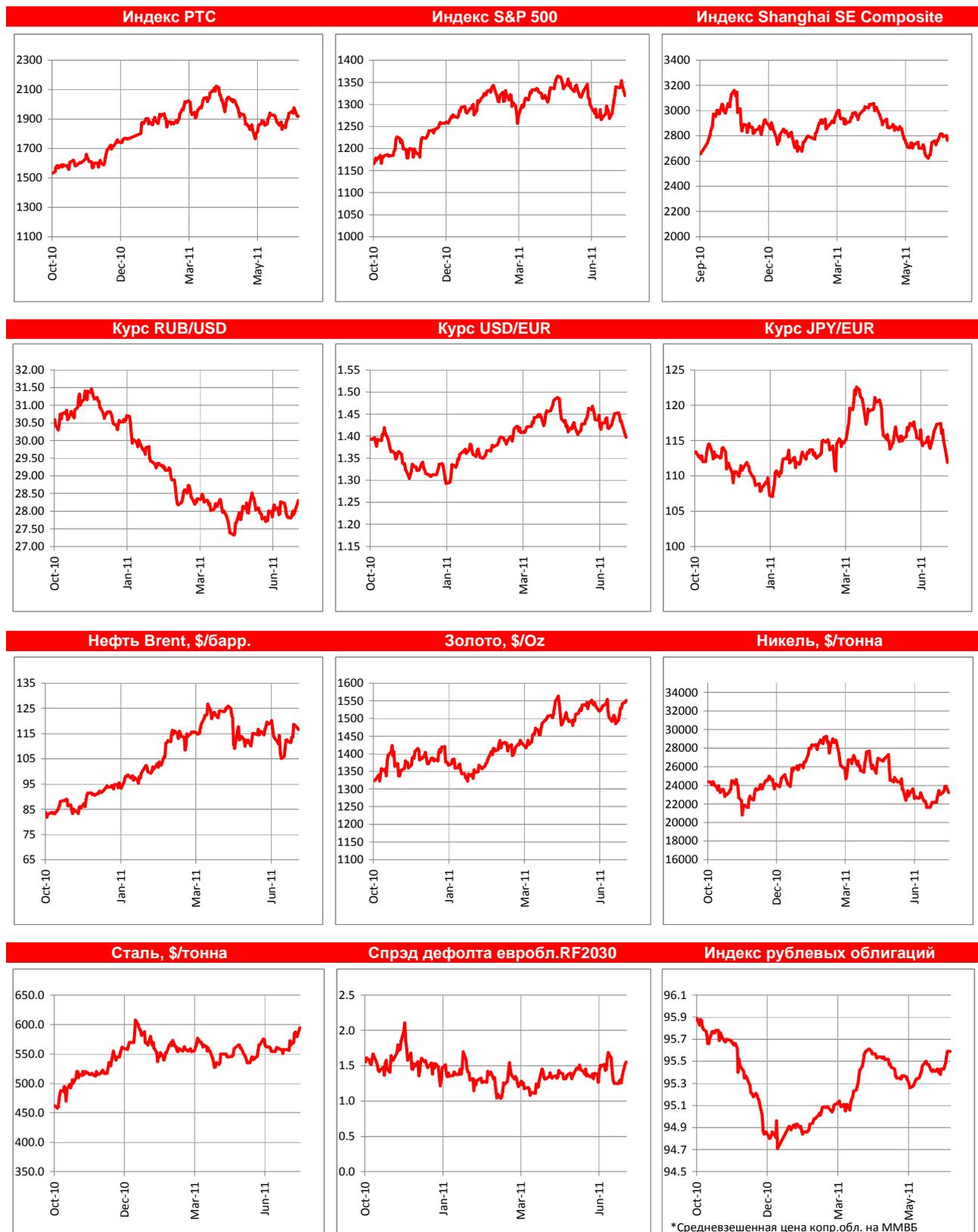
дорогой бумагой на российском фондовом рынке. Однако скоро пройдет дробление исходя из соотношения 1 к 27005, и она потеряет статус самой дорогой бумаги.

- «Евросибэнерго» О. Дерипаски хочет купить «МРСК Сибири» у «МРСК Холдинга». Как пишут сегодня «Ведомости», после того, как «Красноярский алюминиевый завод» (структура «Русала») стал покупать электроэнергию напрямую у «ФСК», отказавшись от услуг «Красноярскэнерго» (входит в «МРСК Сибири»), последняя недополучила в 2010-2011 гг. 8,1 млрд. рублей выручки. В итоге «Красноярскэнерго» оказалось не в состоянии подготовиться к отопительному сезону. Как вариант решения проблемы, губернатор Красноярского края Л. Швецов предлагает «Русалу» заключить с энергокомпанией договор на поставку электроэнергии. Однако глава «Красноярского алюминиевого завода» Е. Федоров заявил, что они подключены напрямую к сетям «ФСК», поэтому «Красноярскэнерго» физически не может оказывать им услуги, и нести дополнительные затраты они не намерены. В качестве выхода из сложившейся ситуации алюминиевый завод предлагает передать «МРСК Сибири» частному инвестору, например «Евросибэнерго», который повысит эффективность энергокомпании. «МРСК Холдинг» дает сдержанные комментарии по этому поводу, ссылаясь на то, что решения о продаже и передаче энергокомпании принимает собственник – государство.
- Управляющие компании предлагают расширить список инструментов, разрешенных для инвестирования пенсионных накоплений, добавив в их число производные ценные бумаги, паи биржевых ПИФов и депозиты в иностранной валюте. Кроме того, управляющие просят дать им возможность участвовать пенсионными деньгами в ПРО (сейчас можно покупать бумаги, которые уже торгуются на биржах). Сейчас список бумаг, в которые можно инвестировать пенсионные деньги, ограничен списком «А1», который формируется странным образом. Например, в этом списке нет акций самой прибыльной компании в мире – «Газпрома», но есть паи ПИФ УК «Арсатера». Поэтому мы приветствуем любое расширение инструментов инвестирования пенсионных денег. Главное, чтобы управляющие компании отдавали себе отчет о своих действиях.

Местное:

- «Мотовилихинские заводы» во втором квартале 2011 года сократили прибыль на 20,3% до 189,9 млн. рублей. Таким образом, с учетом результатов за первый квартал, за полугодие компания получила убыток в 26,5 млн. рублей против 134,5 млн. рублей прибыли в прошлом году. По итогам 2011 года компания планирует заработать 533,9 млн. рублей прибыли.

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.