

Оперативный обзор фондового рынка

понедельник, 20 июня 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Ростел -ао	217.36	25.1
Ростел -ап	88.88	4.0
Система ао	31.2	3.1
Сбербанк-п	73.35	2.2
Сургнфз	27.777	1.4
ГМКНорНик	7020	0.1
Газпрнефть	123	0.0
ОГК-3 ао	1.35	0.0
Сургнфз-п	14.49	-0.7
ММК	26.852	-0.8
Аэрофлот	69.67	-1.0
СевСт-ао	505.7	-1.1
МТС-ао	233.95	-1.1
Новатэк ао	344.39	-1.2
Магнит ао	3875.7	-1.4
ПолюсЗолот	1945.2	-1.4
Трансф ап	42787	-1.5
Татнфт Зап	85.26	-1.5
Сбербанк	95.33	-1.7
ОГК-5 ао	2.324	-1.7
ЛУКОЙЛ	1740	-1.9
ГАЗПРОМ ао	200.8	-1.9
ВТБ ао	0.08661	-2.0
РусГидро	1.3416	-2.0
ФСК ЕЭС ао	0.38345	-2.4
Роснефть	240.93	-2.9
Уркалий-ао	232.77	-4.5
Татнфт Зао	165.12	-4.6

(1) Греция. Вся прошлая неделя прошла в ожидании решения Евросоюза по Греции. Основной вопрос – будут ли «пострижены» держатели облигаций страны, на этом настаивает Германия. Реструктуризация долгов означает дефолт, притом, что рейтинг страны «ССС» по версии S&P является самым низким среди всех стран в мире.

Есть противники этого, очевидно, политического решения, главный из них Европейский Центробанк, поскольку это может вызвать паралич в банковской системе, примерно подобный тому, что случился осенью 2008 года в США. В конце недели, казалось, канцлер Германии Ангела Меркель сдалась и перестала требовать обязательного обмена (новации) долгов Греции. При этом прорабатывается странная идея, заставить держателей долгов выкупать новые обязательства. Только вряд ли это имеет смысл по нынешним ставкам заимствования, когда двух-трех летние бумаги торгуются около 30% годовых, а длинная 30-ти летняя бумага с купоном 4.6% торгуется под 11.75% годовых, и стоит 41%.

В эти выходные правительства ЕС обсуждали выделение очередного транша Греции (июльский, на €12 млрд. из обещанной в прошлом году линии на €110 млрд.), но так и не пришли к решению. Обсуждение этого вопроса отложено на начало июля, как и выделение других денег из обещанной трехлетней линии. Как пишет Bloomberg, агония продолжается.



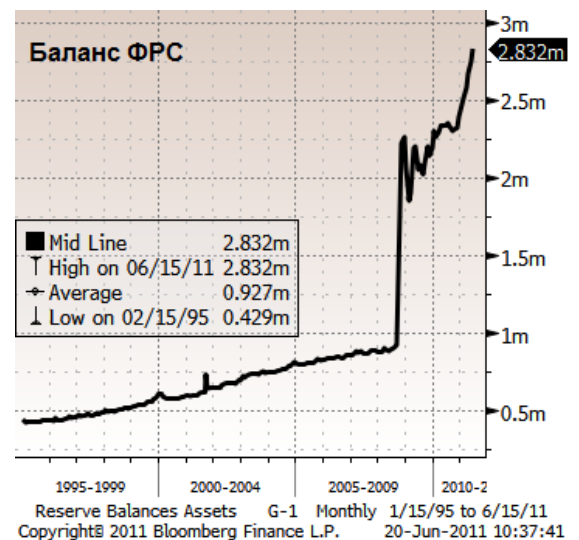
Фондовые рынки не особенно реагируют на эти новости. Рынки считают дефолт неминуемым, особого сюрприза в этом не будет (котировки 5-ти летних CDS стоят 19% в год, что означает 80%-ю вероятность дефолта). Сейчас, в понедельник, после того как вчера ЕС так и не выделил деньги, азиатские рынки и фьючерсы на индекс S&P не спешат падать. Тем не менее, ситуация серьезная. Bloomberg сегодня приводит данные, что европейские банки держат около \$136 млрд. греческих долгов, а по оценкам базелевского Банка Международных Расчетов долги, связанные с Португалией, Ирландией, Испанией и Италией составляют \$2 трлн. Это огромная сумма, и она может материализоваться, если предположить, что эти страны будут отсечены от рынка заимствования вслед за Грецией, в случае если она объявит дефолт. По данным Bloomberg, общие потери банков, страховых компаний и агентств Fannie Mae и Freddie Mac с 2007 года по текущую дату составляют ровно \$2 трлн.

В этом смысле, ситуация остается серьезной и, увы, можно ожидать, что фондовые рынки могут показать еще одну «ногу» движения вниз. Особенно, если политики не смогут договориться. В некоторых новостях греческий долговой кризис называют «политическим», и мы с этим согласны. К сожалению, перипетии политики трудно прогнозировать, они не всегда поддаются логике.

(2) QE-3. Еще один фрагмент текущей реальности – возвращение разговоров о возможном новом раунде расширения денежного предложения в США. Второй раунд закончился в этом месяце и еще недавно казалось, что на этом все. Ожидалось, что ФРС предположительно в 2012 году начнет изымать избыточную ликвидность (изымать ранее «напечатанное» - реализуя exit strategy), а потом повышать ставки.

Напомним, что монетарная политика в нормальном состоянии определяется двойственной целью – инфляцией и занятостью. Занятость связана с ростом экономики, и тут произошло заметное остужение в последние пару месяцев после бодрого ускорения в начале года. «Разрыв» в занятости (unemployment gap) США высок, майская безработица возросла до 9.1% (с мартовского посткризисного минимума 8.8%), тогда как «естественный» уровень безработицы в этой стране оценивается в 5%. При этом майская «базовая» инфляция (без энергии и продуктов питания) поднялась до 1.5% (с минимумов октября в 0.6%), что все равно ниже целевого значения в 2%.

Таким образом, пока не идет и речи о том, что скоро начнется ужесточение денежной политики. Мы считаем, что экспансионистская политика ФРС не должна оказывать прямого влияния на стоимость сырьевых товаров. Но, тем не менее, в рыночной среде существует миф, что «напечатанные» доллары пойдут на товарные рынки. Этот миф может поддерживать желание спекулянтов вкладываться в сырье по широкому спектру от нефти до золота. Появление разговоров о QE-3 означает, что сырьевые рынки вряд ли быстро пойдут вниз.



Политика ФРС вызывает массу споров (см. график справа). Есть лица, считающие ее слишком мягкой и чреватой инфляцией, поэтому золото и является таким популярным. Напротив, есть некоторые, считающие ее недостаточно агрессивной. Дело в том, что до 2008 года был только единственный пример политики нулевых ставок – Япония 2001-2005 годов. Если нет исторических прецедентов, то не на что посмотреть. Это uncharted area, территория непредсказуемости.

Наметившаяся слабость экономики США означает, что дешевые деньги будут сохраняться дольше, чем предполагалось. Есть рассуждения, что повышение ставки ФРС не состоится раньше 2013 года. Ставки 10-ти летних облигаций США опустились ниже 3% (2.93% сейчас), хотя с декабря по май устойчиво торговались с доходностью больше этой отметки.

(3) Рубль. Центробанк сдвинул границы коридора колебаний значений бивалютной корзины (доллар 0,55 и 0,45 евро) до 32,25-37,25 руб. Ранее эти границы составляли 32,45-37,45 руб.

График корзины приведен справа, вместе с новыми «границами». Они расположены так далеко от текущего значения корзины, что их не стоит обсуждать всерьез.



Мы сохраняем наш прогноз по курсу рубля к доллару на уровне 28. Центробанк не активно покупает валюту и может сравнительно небольшими интервенциями держать курс.

(4) Выступление Медведева. Пятничные заявления президента - это важнейшая политическая новость последних дней. Российские акции имеют очень высокий дисконт к аналогам. По мультипликатору p/e₂₀₁₂=5.7 отечественные бумаги остаются одними из самых дешевых в мире и сопоставимы только с акциями Пакистана и Румынии. Причина, как мы считаем, в политике – слабой защищенности прав инвесторов в стране, опасения неадекватных действий властей (включая опасность национализации). Россия воспринимается как крайне авторитарная страна, чему способствуют сами власти. Можно вспомнить широкий спектр проблем от дела ЮКОСа до Браудера и Магнитского. Но также это спорная продажа калийных компаний предыдущими собственниками, Евросети и так далее.

Если Медведев сможет реализовать, что декларирует, это будет существенный шаг вперед, способный поднять котировки отечественных бумаг. Однако, пока кажется, что все останется лишь словами. Сможет ли Медведев остаться президентом и вообще остаться во власти – большой вопрос. Ясность в этом вопросе появится только осенью.

Мы полагаем, что текущие котировки акций в РФ не включают в себя вероятность положительных тенденций в российской политике. Если они вдруг материализуются, это будет «положительный сюрприз». Иными словами, баланс рисков и потенциальной прибыли на стороне последнего.

(5) «Ростелеком» +25%. Пятничные колебания акций в РФ мы не считаем сколь-нибудь выразительными. Индекс ММВБ снизился на 1.5%, оставаясь примерно на 5% выше майского «дна». Выделяется только «старый» выпуск обыкновенного «Ростелекома», выросший на 25%, так что уперся в лимит, устанавливаемый биржей. Выше этой отметки нельзя выставить котировки на продажу, так что технически цены не смогли вырасти больше.

Еще осенью 2010 года мы писали, что эта бумага может двигаться вверх вопреки ее «фундаментальной» стоимости. Основной выпуск «Ростелекома» торговался и продолжает торговаться выше котировок МРК (ранее акций этих компаний, пересчитанных по коэффициентам обмена, а сейчас - дополнительных выпусков). Но арбитражные силы не работают – для сближения цен нужно продать «в короткую» основной выпуск и купить дополнительные. Первая часть арбитражной операции предполагает, что нужно где-то занять бумагу. Это сделать можно только на короткий промежуток времени. Поскольку почти весь free-float выкуплен Кит-Финансом и акций на рынке не много.

Осенью мы предполагали, что возможна злонамеренная организация «сквиза» (т.е. «выдавливания», то, что называется «corner the market»). Для этого надо будет держателям акций нужно перестать пролонгировать займы данного выпуска, так что котировки этого выпуска можно будет загнать на высоты в разы выше «нормальной» стоимости. Те, кто продавали в короткую, будут вынуждены откупать бумагу по любой цене, и терпеть убытки.

Похоже, предполагавшийся нами сценарий реализуется. Если это так, то пятничным ростом на 25% все не закончится. Всего на подобные игры остается чуть больше месяца. ФСФР приняла правила, что в течение 3-месяцев разные выпуски должны быть объединены в один, это должно случиться в начале августа. В июле возможны разные странные колебания и скорее всего, они будут вверх.

Правда, их может прервать АСВ или ВЭБ, которые держат порядка 40% «старого» выпуска «Ростелекома» на балансе после банкротства Кит-Финанса (балансовая цена - 220 рублей), их продажи способны остановить спекулятивный раш. АСВ заявляло, что готово избавиться от этого пакета. У нас есть предположения, что чиновники «в доле» и это не случится. Второе соображение, как только появятся эти продажи, цена уйдет, так что продать много АСВ не удастся.

Вкратце:

- «Интер РАО» выступил против консолидации «КЭСом» своих энергоактивов на базе «ТГК-9» (46,1% «ТГК-5», 30% «ТГК-6», 40% «Волжской ТГК»). По замыслам «КЭС», для объединения «ТГК-9» проведет допэмиссию. Однако «Интер РАО», которому принадлежат крупные миноритарные пакеты в этих ТГК, выступил против консолидации, объяснив это размыванием своих долей ниже блокпакета. Однако как прокомментировал представитель «КЭС», перехода на единую акцию не будет: «КЭС» просто обменяет свои акции в ТГК на бумаги «ТГК-9», предложив сделать то же самое остальным акционерам. Поэтому «Интер РАО» сохранит свои доли в ТГК.
- ФСТ отказалась увеличивать тарифы на услуги «Транснефти» на 6% с 1 июля. Именно о таком росте попросила компания. Напомним, что в 2009 году тарифы монополии выросли на 21%, в 2010 году – на 31,6%. При этом предполагалось, что в 2011 году тарифы «Транснефти» пересматриваться не будут. Однако в 2011 году монополия попросила о 6% увеличении тарифов с 1 июля. Потребность в дополнительных средствах компания объяснила необходимостью обеспечить антитеррористическую безопасность трубопроводов и снижением объемов прокачки нефти по системе.
- Glencore не исключает возможность увеличения доли в UC Rusal. Сейчас трейдеру принадлежит 8,75% акций алюминиевой компании. До какой величины он намерен довести свой пакет пока не уточняется. Скорее всего, если такое решение будет принято, бумаги будут выкупаться с рынка. Однако не исключен вариант, когда 3,15% «Русала» продаст «ВЭБ», который купил этот пакет в ходе IPO.
- «Сбербанк» и «Итера» в пятницу подписали меморандум о взаимопонимании, согласно которому банк будет проводить финансовое консультирование газовой компании в вопросах привлечения капитала и рассмотрит возможность покупки 5% «Итера». По предварительным данным, «Итера» оценивается на уровне порядка \$10 млрд., то есть «Сбербанка» может заплатить \$500 млн. за 5% акций компании. Как передает «Коммерсант», основной целью «Итеры» является получение «достойной» оценки от госбанка для привлечения стратегического инвестора. Напомним, что в состав «Итеры» входят «Пургаз» (49%), «Сибнефтегаз» (49%), «Братскэкогаз» (78,9%) и трейдерские компании «Уралсевергаз» (70%) и «Итера-Латвия», объем реализации газа составил около 20 млрд. кубометров в 2010 г.
- «Новатэк» заинтересовался газовыми активами «АЛРОСА», которыми временно владеет «ВТБ Капитал». «Новатэк» планирует приобрести 90% «Уренгойской газовой компании» и «Геотрансгаз». За «Уренгойскую

газовую компанию» «Новатэк» предлагает \$160 млн., по «Геотрансгазу» стороны пока еще не могут договориться. «ВТБ Капитал» купил эти два актива за \$620 млн. в 2009 году, на инвестиции в проекты было потрачено еще \$135 млн. и \$145 млн. направлено на начисленные проценты по условиям договора. Срок соглашения между «ВТБ Капиталом» и «АЛРОСА» заканчивается в октябре 2012 года, и тогда алмазодобывающая компания должна будет выкупить газовые активы обратно уже за \$1,2 млрд. «Геотрансгаз» владеет лицензией на разработку части Берегового месторождения с запасами 107 млрд. кубометров газа и 17 млн. тонн конденсата. При этом, «Уренгойская газовая компания» владеет лицензией на геологоразведку Усть-Ямсовейского участка недр с запасами 94 млрд. кубометров газа и 10 млн. тонн конденсата.

- В качестве наиболее вероятного претендента на покупку российского представительства Barclays банка называют крупнейший банк Казахстана — Казкоммерцбанк. Переговоры находятся на финальной стадии, планируется завершить сделку до конца июля, первоначально о которой было объявлено в середине февраля. Цена приобретения ориентировочно будет находиться на уровне 1,2-1,3 капитала банка.

Местное:

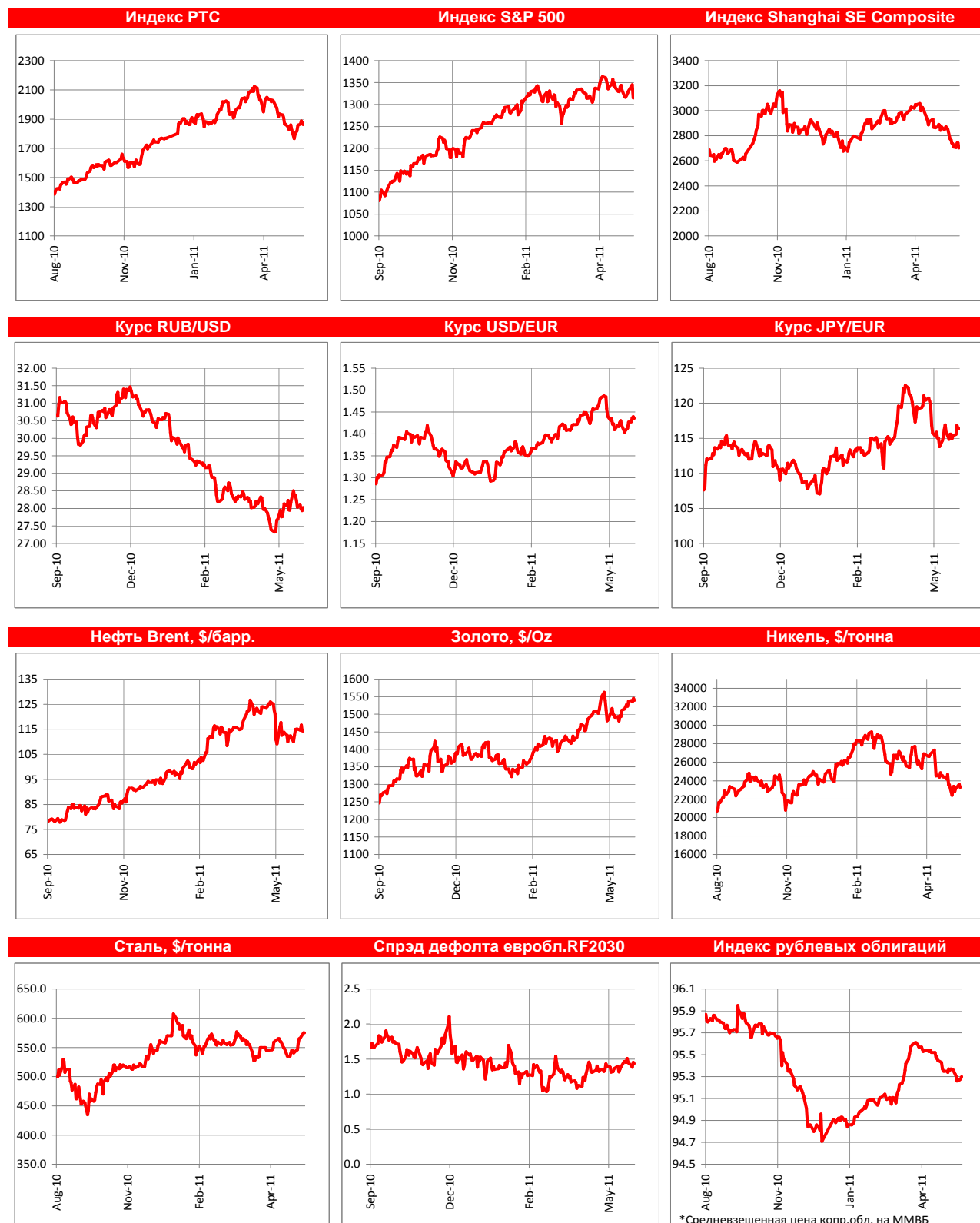
- С. Чемезов заявил, что «Ростехнологии» могут продать до 20% «ВСМПО-Ависма» Boeing и EEDS (Европейский аэрокосмический и оборонный концерн). Ранее от С. Чемезова были заявления, что в 2012-2013 гг. может состояться приватизация «Ависмы».
- «Пермский мукомольный завод» в 2010 году заработал 20,8 млн. рублей чистой прибыли против убытка в 25 млн. в 2009 году.
- ГК «Добрыня» намерена построить склад площадью 75 тыс. кв. метров и ритейл-парк на 200 тыс. кв. метров. Объекты будут располагаться в 4 км. от Перми по Нестюковскому тракту. Себестоимость строительства компания рассчитывает исходя из 25 тыс. рублей за кв. метр, общая сумма инвестиций может превысить 6 млрд. рублей. Сейчас компания ищет инвесторов для финансирования этих проектов.

Напоследок:

LLP<GO> to run this function in Launchpad



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.