

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 21 июня 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ОГК-3 ао	1.3725	1.7
Ростел-ап	89.35	0.5
Уркалий-ао	233.77	0.4
Татнефт Зао	165.03	-0.1
ЛУКОЙЛ	1737.9	-0.1
СевСт-ао	505.1	-0.1
ОГК-5 ао	2.32	-0.2
Аэрофлот	69.49	-0.3
МТС-ао	233	-0.4
Татнефт Зап	84.77	-0.6
Сбербанк	94.76	-0.6
РусГидро	1.3315	-0.8
Газпром нефть	121.95	-0.9
ГАЗПРОМ ао	199	-0.9
ФСК ЕЭС ао	0.37851	-1.3
Магнит ао	3814.3	-1.6
Роснефть	237.1	-1.6
ММК	26.396	-1.7
ГМКНорник	6901	-1.7
Сургнфгз	27.285	-1.8
Транснефть ап	41806	-2.3
Сбербанк-п	71.61	-2.4
ВТБ ао	0.08434	-2.6
Сургнфгз-п	14.099	-2.7
ПолусЗолот	1889.9	-2.8
Система ао	30.302	-2.9
Новатэк ао	330.79	-4.0
Ростел-ао	200.2	-7.9

выделена.

Похоже, что еще неделю рынки будут находиться в напряжении, связанном с Грецией. Сегодня инвесторы будут следить за новостями по голосованию по вотуму доверия (см. таблицу). Оно должно быть удачным, нынешний премьер-министр Джордж Папандреу контролирует 155 депутатов из 300-местного парламента. Следующее важное событие – голосование парламента по 5-ти летнему плану Папандреу по приведению бюджетных доходов и расходов в более пристойное состояние.

Как мы уже писали, политики не всегда действуют рационально и вполне возможно, что что-то пойдет под откос. Будучи зависимыми от электората, и принимая непопулярные меры, они совершают нечто вроде политического самоубийства. Если все-таки Греция объявит дефолт, то события будут развиваться по сценарию 2008 года, когда лопнул Lehman Brothers.

Выше представлен график из записки S&P «Stressing The System: The Outcomes For Western Europe Of A Hypothetical Interest Rate Shock» [http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/fixedincome/Stressing_The_Stress.pdf]. Мы не раз указывали, что главным передаточным механизмом кризиса является банковская и финансовая

Рынки накануне:

Российские акции вчера упали (индекс ММВБ -1.2%) вместе с Европой, которая продолжала отыгрывать греческие проблемы. Обороты торгов небольшие, а движение отечественных акций заметно отличается от колебаний фьючерсов на американские индексы. В отличие от предыдущих месяцев.

Вчерашняя реакция рынков объяснялась тем, что европейские министры финансов в выходные так и не пришли к решению о выделении средств Греции. Правда, сегодня рынки акций в Азии отыгрывают наверх.

Сложность момента в том, что Европа ожидает от греческих политиков подтверждения своих обещаний. Выделение денег Греции, если все пройдет удачно, может состояться в начале июля, и оно зависит от того, как политики страны будут выполнять свои обещания. Начало июля – важный срок, поскольку во второй половине этого месяца и в августе страна должна погасить около €18,2 млрд. облигаций и купонов. Это время возможного дефолта, если помощь ЕС и МВФ не будет



Основные события по Греции

- Jun 21 Greek government confidence vote deadline
- Jun 21 ECOFIN meeting in Luxembourg
- Jun 23/24 Head of State meeting
- Jun 28 Greek parliament to vote on Medium Term Plan
- Jul 5/6 EU FinMin meet in Brussels
- Jul 11-12 EU FinMins meet in Brussels
- Jul 16 EU FinMin, Central Bankers meet in Poland
- Jul 15 Greece T-bill redemption for E2.4bln
- Jul 22 Greece T-bill redemption for E1.625bln
- Aug 19 Greece T-bill redemption for E1.625bln
- Aug 20 Greece bond redemption of 3.90% 2011 GGB for E6.61bln.

Chart 1
Timeline For Standard & Poor's Hypothetical EU Systemic Stress Scenario
2011-2015



© Standard & Poor's 2011.

система, которая в случае краха перестает нормально выполнять свою посредническую функцию. Прекращается нормальное «течение кредита». Агентство S&P описывает логику следующим образом. 1) Сначала увеличиваются ставки до непомерных, стрессовых уровней для тех заемщиков, которые считается, могут потерять платежеспособность. 2) На второй фазе условия рефинансирования ухудшаются дальше, особенно для периферии Еврозоны. Также, ухудшаются условия для держателей большого долга. 3) Затем возникает негативная волна в «реальной экономике», обваливая корпоративные прибыли, увеличивая дефициты бюджета из-за сокращения налоговых поступлений. На развитие этого сценария отводится несколько лет, точка «нового эквилибриума», по мнению агентства, наступит где-то к 2015 году.

Случится ли банкротство Греции ответить сложно. По нашему мнению, его следует избегать, похожей позиции придерживается МВФ и ЕЦБ как раз из-за возможного негативного влияния на «посредников» и затем на всю мировую экономику. Но рынки, похоже, считают наоборот, закладывая 80% вероятность банкротства (см. расчет).

Вероятность дефолта CDS рассчитывается как отношение среднерыночного спреда по кредитно – дефолтному свопу, к сумме компенсационного платежа продавца свопа, которая рассчитывается как $(1 - \text{recovery rate})$. Далее с учетом интенсивности дефолта (или условной вероятности, то есть вероятности отсутствия дефолта за предыдущий период) сможем рассчитать вероятность дефолта за произвольный период как $(1 - \exp(-\text{default probability} * N))$.

Так, 5- летние кредит–дефолт свопы Греции торгуются на уровне 19%, что подразумевает 80% вероятность дефолта. Вычисления будут выглядеть следующим образом: $0,19/06 = 0,3166$ при предположении, что $\text{recovery rate} = 40\%$, и итоговая вероятность равна $1 - \exp(-5 * 0,3166) = 80\%$.

Вероятно, что дефолт Греции не станет концом света. Рано или поздно рынки справятся с ним, как справились с крахом 2008 года. Было бы хорошо, если бы дефолт Греции стал бы единственной проблемой. Но за ним может последовать ухудшение условий заимствования прочей периферии Европы, для всей когорты PIIGS, включая Испанию и Италию. Общие долги этих стран приближаются к \$2 трлн., сумма которых может похоронить европейскую банковскую систему.

Когда МВФ и ЕЦБ высказываются за спасение Греции, ими движет не столько желание спасти несчастных жителей южной части Балканского полуострова. Они опасаются непредсказуемых последствий и распространения «заражения» дальше.

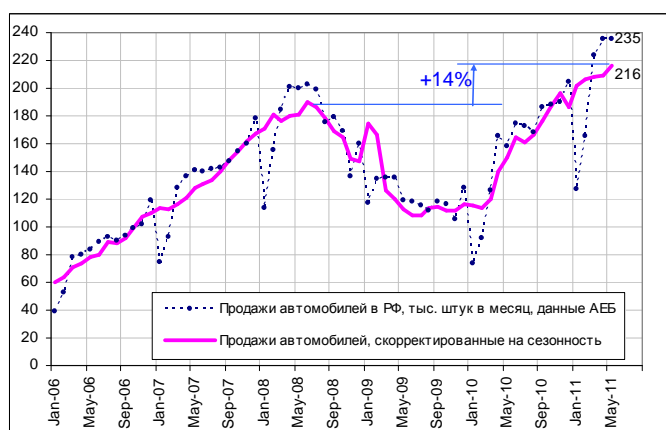
В этой связи падение котировок акций выглядит отчасти оправданным. Есть определенные инвесторы, которые не желают рисковать, которых не интересуют долгосрочные перспективы акций. И они вполне рационально продают, чтобы «уменьшить риск». Тем не менее, ситуация может резко развернуться как только станет ясно, что греческий кризис проходит. Ясность в этом вопросе может появиться на следующей неделе.

Вкратце:

- Продажи автомобилей в РФ продолжают бить рекорды. Справа представлены данные Ассоциации Европейского Бизнеса (АЕБ) за май, которые мы скорректировали на сезонность. Это измерение на 14% превосходит уровни продаж пика 2008 года. В годовом выражении рынок приближается к 2.6 млн. штук в год (216 тыс. x 12 мес). Для сравнения, в 2006 году было продано 1.02 млн. автомобилей. Еще одна цифра – в США ежегодно продается порядка 12 млн. автомобилей, до кризиса, в 2003-2006 годах объемы продаж были порядка 17 млн. автомобилей. В Германии с апреля 2010 по май 2011 год было продано 3.07 млн. автомобилей.

Результаты продажи автомобилей в стране можно считать положительным знаком. Расходы на товары

длительного пользования показывают, что отечественные потребители с оптимизмом смотрят в будущее. Кейнсианская теория экономических спадов считает, что смена настроений от оптимизма к пессимизму экономических агентов является главным источником цикла.



- Сезонно скорректированные данные по промышленному производству в РФ также подтверждают оптимизм. С минимумов сезонно скорректированный выпуск вырос на 18% и находится менее чем на 1% выше, чем пиковые значения 2008 года. Промышленность России пережила кризис.
- Ритейлер «Дикси» может получить листинг на зарубежных площадках. По словам представителя компании, это произойдет «в среднесрочной перспективе». Также «Дикси» завершило сделку по приобретению розничной сети «Виктория» и планирует инвестировать порядка \$400 млн. в 2012 г. Планируется открыть около 250 магазинов, включая «магазины у дома» под брендом «Дикси» и супермаркеты «Виктория» Синергия от покупки «Виктории» в результате снижения затрат оценивается компанией в \$40-50 млн. в 2012 г.
- «Интер РАО» обратилось в ФАС с ходатайством на покупку 75% «Квадры» (бывшая «ТГК-4»). Сейчас 49,99% акций принадлежит структурам М. Прохорова, однако недавно бизнесмен выставил этот актив на продажу. Похоже, что пока на него претендует только «Интер РАО».
- «Татнефть» сегодня публикует отчетность по US GAAP за первый квартал 2011 года. Ожидается, что компания заработала \$741 млн. чистой прибыли (+75%) при выручке в \$3,5 млрд. (+37%).
- В. Якунин считает допустимым вхождение ПФР в капитал «РЖД». По его словам, инфраструктурные компании представляют интерес для пенсионных фондов и вхождение ПФР в капитал «РЖД» позволило бы решить проблемы пенсионной системы. Мы полагаем, что таким способом ищет деньги для реализации своей инвестиционной программы, которая оценивается более чем 1 трлн. рублей до 2016 года. При этом до 2013 года правительство не намерено проводить приватизацию «РЖД». Заметим, что сейчас ПФР является дефицитным, поэтому вхождение в капитал «РЖД» будет возможным только за счет бюджетных денег. Фактически, получается, что государство финансирует «РЖД», но через посредника в виде ПФР. Поэтому пока идея вхождения ПФР в капитал «РЖД» нам кажется странной.
- «Газпром» рассчитывает в 2011 году получить \$60 млрд. экспортной выручки, что на 27% выше 2010 года. При этом объемы экспорта газа возрастут на 12% до 158 млрд. куб. метров. Если цены на газ в Европе продолжат расти, то выручка «Газпрома» может превысить \$70 млрд. Таким образом, «Газпром» вернется на докризисные показатели выручки экспортных поставок. Также концерн сообщил, что получит \$3,4 млрд. от европейских потребителей за невыбранный в 2009-2010 гг. газ, который поставлялся по схеме take-or-pay.
- «МТС» заявил, что желание правительства максимальной ускорить внедрение связи 4G может негативно сказаться на доходах компании. Как указывается в отчетности «МТС», компания «по политическим или иным причинам», возможно, будет «вынуждена развивать сеть 4G на коммерчески невыгодных условиях». Как поясняется компания, из-за отсутствия частотного сектора и равного доступа к строящейся инфраструктуре 4G, «МТС» не сможет использовать все возможности этой сети. Таким образом, «МТС» в своей отчетности для зарубежных инвесторов указывает на проблемы, связанные с выделением частот.
- «МДМ-Банк» конвертирует привилегированные акции третьего типа в обыкновенные. Такое решение было принято на общем собрании акционеров. После конвертации обыкновенные акции не будут торговаться на биржах. Напомним, что по привилегированным акциям компания обещала платить фиксированный дивиденд в \$0,081 при условии, что прибыль банка будет выше 2 млрд. рублей. По итогам 2010 года банк принял решение не выплачивать дивиденды по привилегированным акциям и решил ликвидировать эти бумаги. У несогласных с выкупом акционеров бумаги будут выкупаться по 16,4 рубля, что выше текущих котировок. Таким образом, история с «МДМ-Банком» в очередной раз указала на низкий уровень корпоративного управления в ряде российских компаний.
- Как пишет «Коммерсант», «Ростехнологии» и партия «Единая Россия» подписали соглашение о создании системы утилизации промышленных и бытовых отходов в России. Для реализации этой цели планируется создать национальный мусорный оператор, который в перспективе займет доминирующее положение на рынке отходов РФ. Объем рынка отходов оценивается в \$1,3 млрд. При этом доля «Ростехнологий» в создающейся компании будет на уровне 25%. Оставшаяся часть акции будет распределена между частными инвесторами, список которых в настоящее время формируется. «Ростехнологии» готовы оказать поддержку на всем цикле переработки мусора от производства контейнеров для сбора отходов до поставки оборудования для утилизации и



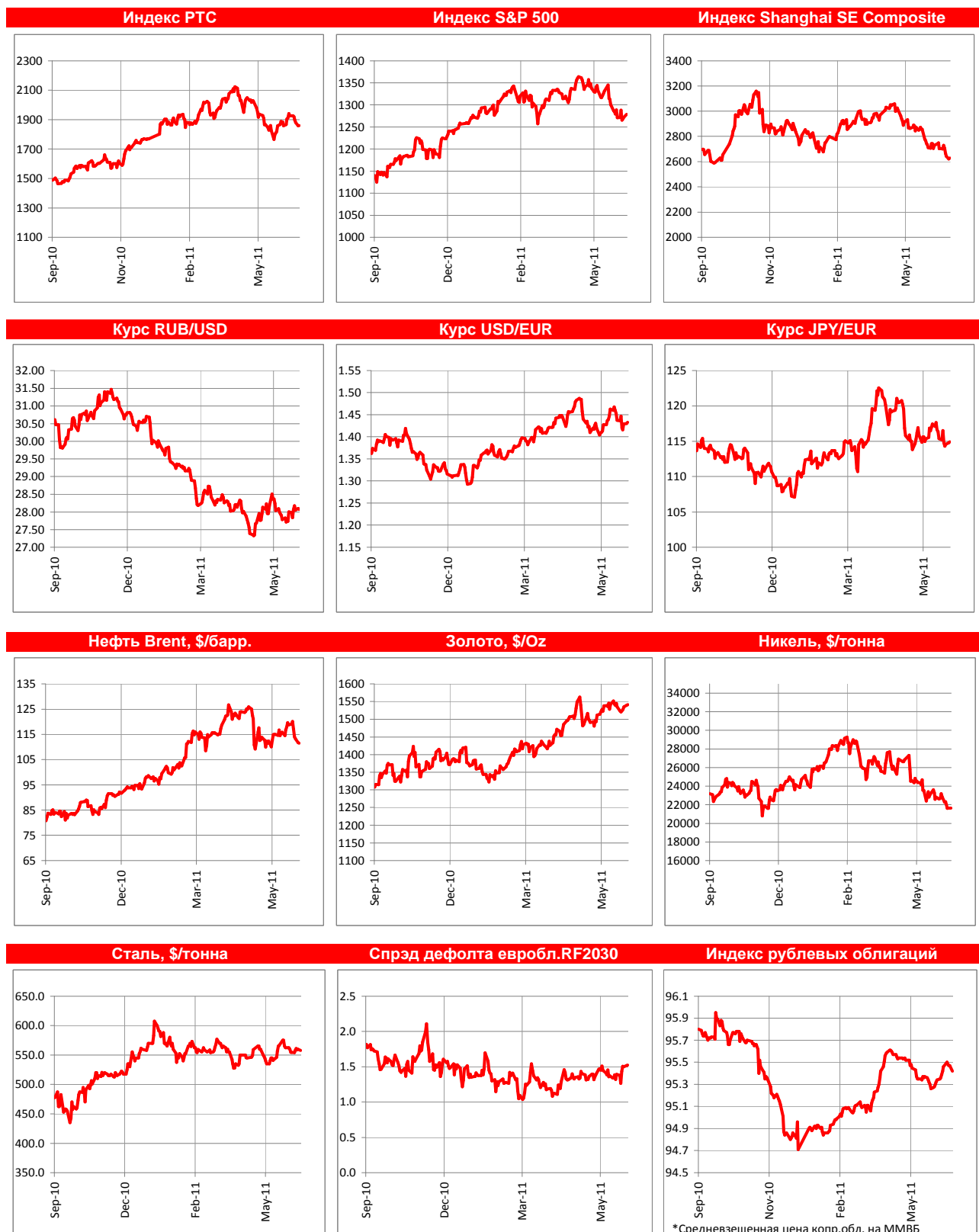
захоронению мусора. В качестве источников финансирования будут выступать частные инвестиции и средства бюджетов всех уровней и, возможно, специальный налог на утилизацию отходов импортных товаров, о введении которого сейчас идут обсуждения.

- «Сбербанк» и дочерняя компания BNP Paribas - Cetelem создают СП по кредитованию в магазинах. «Сбербанк» планирует занять 25-30% доли рынка pos-кредитования. В условиях самых низких затрат по привлечению капитала и сложившихся высоких ставках по pos-кредитам, данный проект может оказаться весьма прибыльным для «Сбербанка». По данным Analytic Research Group, на 1 января 2010 года объем российского рынка pos-кредитования оценивается на уровне 111 млрд. руб. Основные участники рынка: «ХКФ Банк с 26%», «Русский Стандарт» с 18% и «Альфа-банк» с 14%. Доля Сбербанка в СП может составить 70-80%.

Местное:

- Американская компания Cisco заинтересована в создании распределительного центра в Перми. Сейчас компания рассматривает возможность организации call-центра. Заметим, что подобные проекты в Перми уже существуют. В частности, «Билайн» строит крупнейши в России цент поддержки клиентов.
- Арбитражный суд отказал акционерам «Сильвинита» С. Кочетову и ROF Cyprus в иске о признании недействительным решения совета директоров компании относительно определения цены выкупа привилегированных акций и условий конвертации. Ранее суд отказал в аналогичном иске «Акрону». Таким образом, потенциальных рисков у объединенной компании становится все меньше и меньше.

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.