

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 26 мая 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ПолюсЗолот	1328	1.0%
Магнит ао	2471	0.7%
УралСви-ао	0.921	-2.0%
ГМКНорник	4686	-2.9%
Сургнфгз-п	11.9	-3.2%
Татнфт Зао	121.2	-3.6%
ОГК-5 ао	2.166	-3.7%
ОГК-3 ао	1.648	-3.9%
Ростел -ап	64.09	-4.0%
РусГидро	1.47	-4.9%
ГАЗПРОМ ао	143	-5.0%
ЛУКОЙЛ	1401	-5.0%
Уркалий-ао	94.49	-5.0%
Сбербанк-п	50.7	-5.2%
МТС-ао	217.6	-5.4%
Аэрофлот	53.06	-5.6%
ВТБ ао	0.066	-6.0%
Ростел -ао	95.8	-6.1%
Татнфт Зап	63.35	-6.2%
Роснефть	195.4	-6.2%
Система ао	24.71	-6.3%
ММК	25.39	-6.6%
Новатэк ао	174.8	-6.7%
РБК ИС-ао	34.1	-7.8%
ФСК ЕЭС ао	0.291	-8.2%
Сургнфгз	24.75	-8.2%
СевСт-ао	301.7	-8.3%
Транснф ап	24800	-8.3%
Сбербанк	64.33	-8.3%
Газпрнефть	113.1	-9.0%

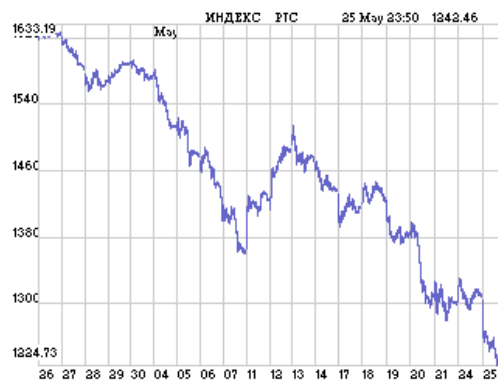
Вчера было крупнейшее однодневное падение акций с октября 2009. Полная аналогия с тем, что было осенью 2008 года. Распродажи были весь день, открытие было с «гэпом» вниз, индекс ММВБ упал почти на 6%. Под конец торгов инвесторы еще раз «капитулировали» видимых причин. Российский рынок, пожалуй, единственный который закрылся на минимумах. По остальным рынкам вчера вечером прошла хоть какая-то коррекция вверх.

Сегодня рынок акций, очевидно, развернется наверх, открытие будет примерно на 3% выше, что определяется ночной торговлей и улучшившимся «мировым фоном». Очень похоже, что вчера мы прошли очередное локальное «дно», хотя предсказания подобного рода обречены на провал. Цены для покупок крайне комфортные, тогда как причины случившегося падения и продолжения падения выглядят неубедительно. В настоящее время Азия показывает плюса +1...+3%, фьючерсы на индекс S&P (за которыми следят многие спекулянты) на 3.2% выше, чем были когда зарывался российский рынок. Цены на нефть остаются на уровнях около \$70/баррель – чуть выше этой отметки в Лондоне на ICE и чуть ниже на NYMEX. Некоторые наблюдатели видят большой смысл в том, что индекс Dow Jones IA закрылся выше отметки 10 000 пунктов, хотя и опускался ниже этой отметки.

Рынок акций падает уже порядка месяца, индекс ММВБ упал с максимумов 15 апреля на 22%, тогда как индекс долларовой РТС обвалился на 27%. Разница в большей степени определяется курсом рубля к доллару от 29 руб./\$ в середине апреля до 31.5 сейчас

(+8.6%). В настоящее время российские акции находятся на уровнях сентября (некоторые бумаги хуже, «Газпром» - минимум с июля 2009 года, -16% рублях за 12 месяцев). Падение российских акций не является худшим в мире – оно примерно соответствует движению развивающихся рынков. Так, азиатские акции (за исключением Японии) по индексу MSCI также находятся на отметках сентября 2009 года. Справа приведен график движения российских акций и развивающихся рынков, показывающий, полную синхронность движений. Конечно, российские акции движутся несколько быстрее, в обе стороны – и падение и рост гипертрофированы. Причина, похоже, кроется в структуре портфельного капитала в стране, представленного преимущественно иностранцами, тогда как россияне крайне мало покупают российские акции (пропорции где-то 3 к 1). Если ориентироваться на прошлогоднее летнее падение, то цели уже почти выполнены. Тогда индекс РТС упал примерно на 30%.

Рынки накануне:



Большой вопрос – почему происходит падение. Вчерашний обвал люди пытаются связать с регулированием Wall Street, запретом на непокрытые короткие продажи акций и непокрытую покупку CDS в Германии или северокорейским кризисом. Но все это, с нашей точки зрения, выглядит не слишком убедительно.

Причина, вероятно, кроется в хрупкой человеческой природе и неполной рациональности. Причина в том, что люди придают большое значение текущим новостям и рыночным движениям, используют стоп-лоссы, что порождает подобную зигзагообразную динамику. В научной среде есть два взгляда на то, откуда берутся цены на рынке. Пару последних десятилетий доминировала точка зрения, что цены «рациональны», что люди просчитывают перспективы компаний и дисконтируют их. Но есть другая точка зрения, что цены очень далеки от этого понятия. В недавно переведенной на русский книге «*Spiritus Animalis, или Как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма*» Р.Шиллера и Дж.Акерлоффа фондовый рынок сравнивается с безумным синоптиком, который прогнозирует завтрашнюю температуру на уровне +120%, затем -100%. В среднем он угадывает, но проку от его прогнозов нет. То же самое с фондовым рынком – иногда (по случаю) цена на акции может соответствовать тому, что разумный человек назовет правильной и рациональной. Но по большей части времени рынок блуждает где-то в стороне. Нам трудно дать рациональное объяснение обвалу российских акций в 5 раз за 5 месяцев, текущему обвалу. Все это кажется неправильным с одним «но» - рынок таков, какой он есть, и он не должен полностью соответствовать моделям, которые придумали экономисты. А у экономистов второй взгляд – нерациональность (неэффективность) рынка акций – не так популярен. Рациональность можно промоделировать, положить на математический язык, тогда как иррациональным можно быть по-разному. Иррациональность по определению нельзя спрогнозировать, как трудно предсказать бред шизофреника.



Означает ли это, что ничего нельзя сделать? Не обязательно – рынок имеет какую-то степень рациональности и иногда приходит в чувства. В какой-то момент инвесторы осознают, что зашли слишком далеко и рынок разворачивается в «правильную» сторону. В настоящее время индекс MSCI Russia торгуется на уровне P/E=5.5 по ожидаемой прибыли в этом году. Индекс развивающихся рынков имеет мультипликатор в 2 раза выше (10.5), мы считаем справедливым мультипликатор около 12. Россия остается на уровнях «screaming buy». Остается дожидаться только когда инвесторы придут в чувства.

В последние дни заметное движение показал рубль. Означает ли это, что курс продолжит двигаться дальше? Мы убеждены, что нет – те, у кого есть доллары или евро могут задуматься о том, чтобы обменять их на рубли сейчас. Конечно, тем, кто считает рубль ненадежной валютой лучше оставаться в той, валюте, которая нравится. Психологический комфорт на наш вкус важнее, чем недозаработанные проценты.



Рубль в последнее время практически не управляется, текущая политика ЦБ на рынке заключается в интервенциях в рамках технического коридора шириной 3 рубля по бивалютной корзине. Весь 2009 и 2010 год ЦБ сопротивлялся укреплению, текущее и небольшое ослабление по бивалютной корзине проходит под влиянием рыночных сил. Мы ожидаем, что рубль вернется к своему тренду на укрепление. Цены на нефть остаются высокими (~\$70 за баррель наблюдаются с сентября 2009 года и соответствуют нашему представлению о том, где должна быть нефть долгосрочно, учитывая маржинальные издержки).

Очень важно, что Центробанк не собирается повторять опыт «плавной девальвации» и регулировать курс в ущерб денежной политике. В начале 2009 года предложение рублей было резко сокращено, что вызвало обвал российской экономики. Плавающий курс рубля, как сейчас, дает возможность Центробанку проводить независимую монетарную политику, а это означает, что нас не ожидает очередная «кредитная зима», даже если накатит «вторая волна». Вот только вряд ли мы увидим вторую волну – движения акций ее вряд ли вызовут, а правительства после

осени 2008 года получили хороший урок, чтобы дать обанкротиться Греции или допустить неконтролируемый распад финансовых рынков. Тем, у кого есть деньги, мы бы рекомендовали покупать.

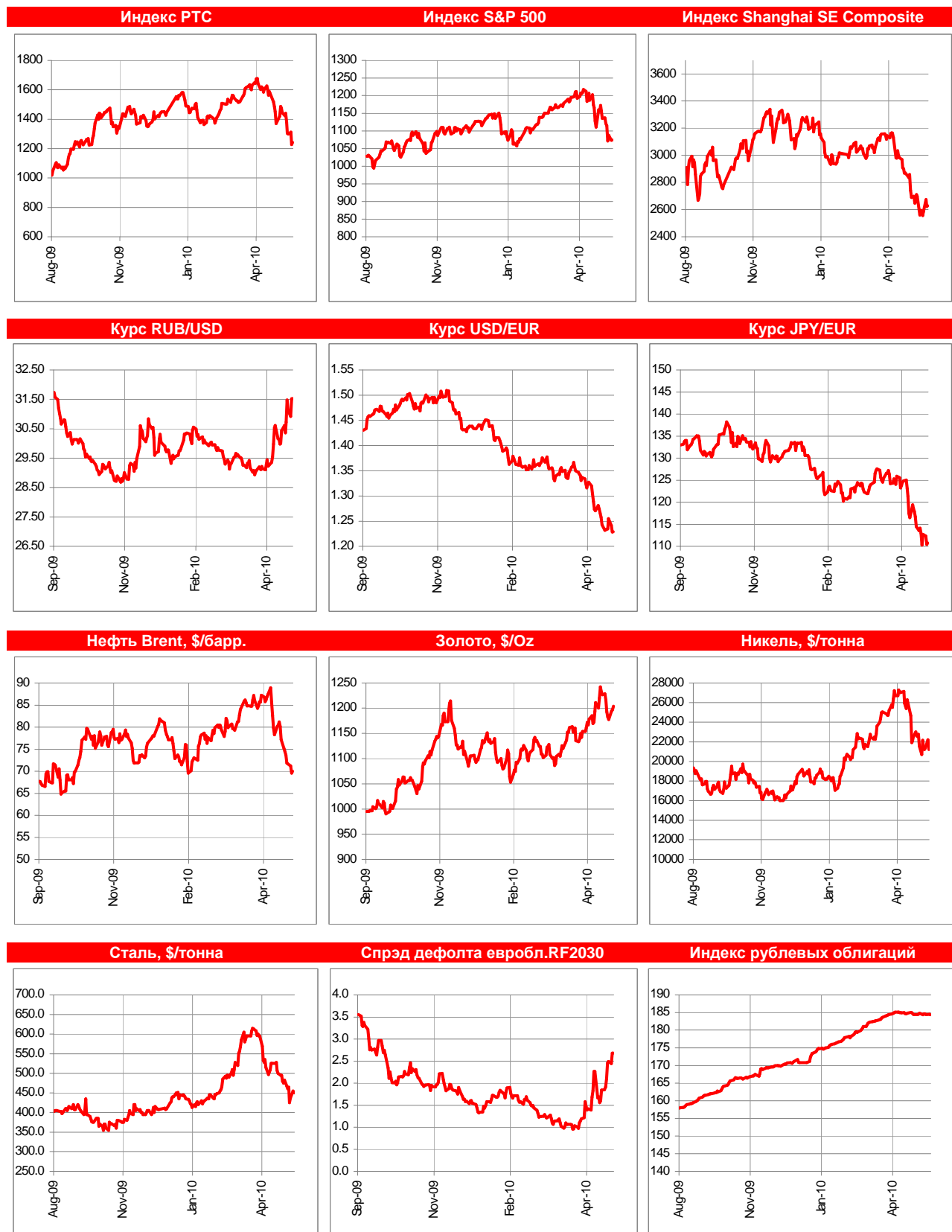
Вкратце:

- Совет директоров «Интер РАО» утвердил допэмиссию, увеличивающую уставный капитал в 6 раз. 25 июня этот вопрос рассмотрят акционеры на общем собрании. Предполагается, что акции будут размещаться по закрытой подписке в 4 квартале 2010 г. – 1 квартале 2011 года. Разместив их, «Интер РАО» планирует получить 43 новых актива. В их числе доли в «ФСК», «Русгидро», «РАО ЭС Востока», «Иркутскэнерго», во всех ОГК и 12 ТГК. Таким образом, «Интер РАО» по структуре активов может стать похожим на «РАО ЕЭС». В перспективе, после консолидации всех активов, часть из них «Интер РАО» может обменять на другие.
- По итогам первого квартала доля проблемных кредитов в портфелях банка увеличилась с 11,3 до 11,9%. По оценкам ЦБ РФ, вряд ли эта цифра достигнет 15%. Однако как отмечает представитель Банка России, прекращение роста проблемных кредитов еще не означает быстрого избавления от них.
- Совет директоров «Газпром нефти» утвердил компенсационный план, согласно которому менеджеры в конце 2011 года должны получить бонусы, которые будут зависеть от стоимости акции компании. Детали не раскрываются, однако компания уже зарезервировала \$24 млн. на бонусы, несмотря на падение капитализации «Газпром нефти» в первом квартале.
- ФСТ подготовила проект постановления правительства о раскрытия информации по транспортировке нефти и нефтепродуктов, согласно которому «Транснефть» должна будет раскрывать информацию о технической возможности перекачки нефти. В отличие от газовой отрасли, нефтяные компании не испытывают проблем с доступом к нефтяной трубе.
- Совет директоров «Полиметалл» утвердил дивидендную политику, правда, без указания процента прибыли, который должен идти акционерам. Кроме того, совет директоров принял решение не выплачивать дивиденд по итогам 2009 года, несмотря на прибыль в \$96 млн.
- Ритейлер «Дикси» по итогам 2009 года сократил чистый убыток в три раза до 111,8 млн. рублей. Убытки появились из-за курсовых разниц по кредиту на \$135 млн. Без их учета, компания показала бы прибыль в млн. рублей. Заметим, что «Дикси» единственный публичный ритейлер, который показал убытки по итогам 2009 года.
- По оценкам Comnews Research в 2009 году российские сотовые операторы заработали на мобильном доступе в интернет 41,6 млрд. рублей. В этом году доходы могут вырасти до 64,5 млрд. По прогнозам экспертов доходы от мобильного интернета продолжат расти опережающими темпами. Заметим, что эти цифры без учета операторов, использующих технологии WiMax и WiFi. Мы считаем, что по мере распространения технологий 3G, WiMax и WiFi, операторы мобильного интернета могут составить серьезную конкуренцию проводным операторам.
- «Тройка Диалог» намерен поучаствовать в допэмиссии «АвтоВАЗа» и вложить в нее «сотни миллионов рублей». Однако несмотря на это, ее доля в капитале автопроизводителя все равно размоется. Напомним, что до конца года «АвтоВАЗ» проведет допэмиссию на €240 млн. в ходе которой Renault внесет технологии и оборудование. В дальнейшем в акции «АвтоВАЗа» могут быть конвертированы и кредиты компании, которые были предоставлены «Ростехнологиями».
- Президиум ВАС поддержал позицию ФАС, решив в пользу антимонопольщиков дело о взыскании с «ТНК-ВР» 1,1 млрд. рублей штрафа за поддержание монопольно высоких цен на нефтепродукты. Напомним, что в 2008-2009 гг. ФАС наложила на нефтяные компании штрафы на общую сумму порядка \$1 млрд., однако нефтяники начали оспаривать решения службы в судах. Похоже, что ВАС встал на сторону ФАС и нефтяным компаниям придется заплатить эти штрафы. Кроме того, нефтяные компании в перспективе должны будут снизить цены на нефтепродукты. По оценкам ФАС, российские цены на топливо по сравнению с европейскими завышены на 15-20%.

Местное:

- Арбитражный суд Пермского края ввел конкурсное производство в отношении «Меридиан-П2» - дочерней структуры «Машинного двора». Процедура наблюдения была введена осенью прошлого года. Сейчас компания признана банкротом.
- УФАС на два месяца отложила рассмотрение заявки Solvay о приобретении «Березниковского содового завода». Как объясняет гала российского представительства Solvay, продление связано с тем, что ФАС запросила дополнительную информацию о Sodium Group.
- «Сильвинит» планирует в 2010 году отгрузить более 600 тыс. тонн удобрений по воде.

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.