

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 26 июля 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ПолусЗолот	1639.7	3.4
Сургнфгз-п	14.66	1.1
МТС-ао	243.7	1.1
Ростел-ао	214.59	1.0
Татнфт Зао	194.38	1.0
Сбербанк	102.62	0.8
Ростел-ап	98.4	0.4
СевСт-ао	524.5	0.4
Сбербанк-п	81.85	0.3
Роснефть	242.4	0.3
Сургнфгз	28.46	0.2
Транснф ап	43221	0.2
ЛУКОЙЛ	1878	0.2
ОГК-5 ао	2.4999	0.0
Магнит ао	3947.7	-0.1
Аэрофлот	69.92	-0.1
ОГК-3 ао	1.3403	-0.3
ММК	24.86	-0.3
ГМКНорНик	7504	-0.4
РусГидро	1.327	-0.5
ФСК ЕЭС ао	0.383	-0.5
Татнфт Зап	96.89	-0.6
Газпр нефть	137.03	-0.7
ГАЗПРОМ ао	201.21	-0.7
Уркалий-ао	275.4	-0.9
Система ао	31.91	-0.9
ВТБ ао	0.08526	-1.1
Новатэк ао	402	-2.6

Российский рынок акций по итогам дня практически не изменился, индекс ММВБ сполз на 0.1%. В начале дня были периоды снижения, связанные с проблемой лимита госдолга США, но их хватило ненадолго. Движение отечественного рынка почти полностью повторяло колебания фьючерсов на американские индексы, собственных идей у рынка не было.

Корреляция рынков. У нас есть рабочая гипотеза, почему иногда отечественный рынок очень сильно коррелирует с движениями американского рынка, а иногда – слабо. График справа показывает скользящую 1-месячную корреляцию дневных колебаний региональных индексов, входящих в MSCI со скользящим изменением спрэдов

периферийных стран (правая шкала).

Графики довольно плотно совпадают. Расширение спрэдов (движение линии кирпичного цвета наверх) означает растущую напряженность долговой проблемы. Долги периферийных стран воспринимаются как системный фактор, способный вызвать вторую волну глобального кризиса. При расширении спрэдов акции начинают двигаться совместно, и корреляция акций отдельных стран увеличивается. Повышение корреляции, к слову, не обязательно означает, что акции только падают, а означает, что они начинают двигаться в одинаковые стороны, вверх и вниз.

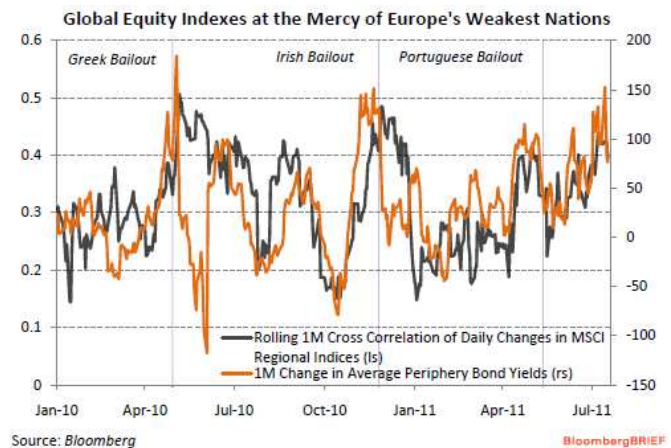
Снижение спрэдов или их стагнация на одном месте уменьшает корреляцию акций. Инвесторы становятся более избирательными и в большей мере фокусируются на «фундаменталиях» отдельных рынков и акций.

Эта же идея показывает наше отношение к анализу рынков. До кризиса наши исследования рынка акций сводились к фразе У.Баффета: «не беспокойтесь об экономике, она побеспокоится о себе сама». Предполагалось, что нужно просто выбирать отдельные недооцененные акции и стараться удерживать их в портфеле. Также анализ был нужен для того, чтобы не купить в портфель явно переоцененные бумаги.

Но этот подход был сломан развитием событий на рынках и запросом от наших клиентов. Мы могли долго рассказывать про то, что акции в кризис дешевы, что «Газпром» торгуется с мультипликатором $p/e=3$ к ожидаемой прибыли, но это имело малое воздействие. Вокруг было много разговоров про то, что глобальная экономика катится в пропасть, что будет новая «Великая Депрессия», вплоть до возврата в каменный век.

В результате нам в большей мере приходилось анализировать макроэкономические тенденции, изучать исторические прецеденты и делать прогнозы, когда и как экономика начнет восстанавливаться. Время кризиса было временем многих мифов, начиная от предсказаний грядущей гиперинфляции доллара, до падения цен на нефть до уровня в \$20 за баррель.

Рынки накануне:



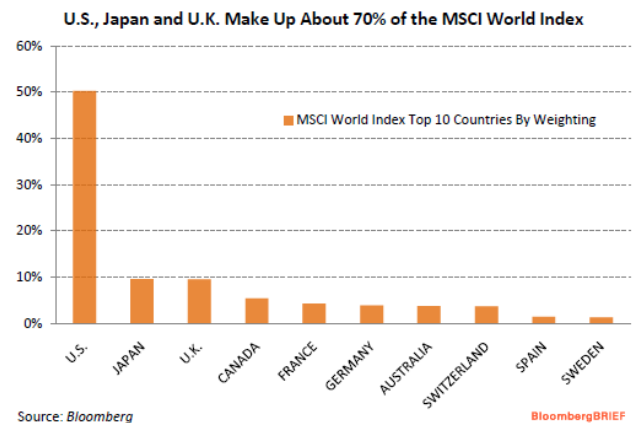
Source: Bloomberg

BloombergBRIEF

Мы полагаем, что кризисный режим функционирования рынков скоро завершится. С закрытием проблемы суверенных долгов Европы, похоже, снимется последнее препятствие на этом пути. Тогда можно будет вернуться к старому доброму анализу отдельных акций в формате «снизу-вверх», без особой оглядки на макроэкономику. Конечно, оба подхода не отрицают друг друга полностью, но в нормальном режиме важнее фокус на стоимость отдельных акций, чем на предсказания больших колебаний всего рынка.

Корреляция отдельных рынков акций, безусловно, останется, но будет куда меньшей. Также важно не путать краткосрочную корреляцию (какая приведена на графике) с долгосрочной связанностью движений. На больших отрезках времени, измеряемых годами, судьба отдельных рынков акций будет заметно различаться.

Доминирование рынка акций США. Справа мы приводим веса отдельных стран в индексах MSCI. Эти индексы служат «бенчмарками» для многих портфельных управляющих и рассчитываются на основе free-float отдельных акций. Например, в «Газпромнефти» около 96% принадлежит «Газпрому», только 4% обращается на рынке. Вот эти 4% и есть free-float, который будет учтен в расчете, поскольку отражает долю которая свободно обращается на рынке.



По данным Bloomberg текущая общая капитализация мирового фондового рынка составляет \$55 трлн., тогда как США имеет в нем вес в 30% с капитализацией \$16.4 трлн. Однако этот рынок имеет расплывленную собственность, большая часть его принадлежит институциональным инвесторам и свободно обращается. В результате в индексе MSCI вес Штатов составляет уже 50%.

Следом за США идут Япония и Великобритания (чуть меньше 10%). Европа исторически имеет не слишком большие размеры free-float, и ее доля не велика. График включает 10 крупнейших стран в индексах.

В России размеры free-float заметно меньше. После приватизации большинство «стратегических» инвесторов старались собрать пакеты либо в 51% (включая правительство в истории с «Газпромом»), либо 75% (как тот же «Газпром» с «Газпромнефтью»). Капитализация отечественного рынка составляет \$1.1 трлн., и вес в мировом рынке акций составляет 2%. В индексах MSCI доля России ниже из-за низкой величины free-float. По итогам майской ревизии индекса MSCI Russia капитализация акций составляющих индекс составляла \$799 млрд., а учтенный free-float - \$285 млрд., или 36%. В нем «Газпром» занимает почти 30%, следом идет «ЛУКОЙЛ» с 12% и «Сбербанк» с 11%. Оставшиеся 25 акций в этом индексе дают долю порядка 48%.

MSCI RUSSIA STANDARD INDEX | May 2011

Market Capitalization Structure	
	Index
Total	799,268
No of Cos	26
No of Sec	28

Largest Index Weights

Security Name	Pro forma (MCAP)		Weight
	Full	Index	
Газпром (Rub)	188,814	84,878	26.83%
Lukoil Holding(Rub)	88,549	35,129	12.26%
Sberbank Russia Com(RUB)	77,433	30,973	10.81%
Norilsk Nickel Mmc(Rub)	50,297	15,089	5.27%
Rosneft (Rub)	93,489	14,023	4.89%
Novatek GDR (USD)	43,723	13,117	4.68%
Mobile TeleSys ADR (USD)	21,036	10,518	3.67%
Tatneft Common (RUB)	14,117	9,176	3.20%
Vtb Bank(Rub)	34,335	8,584	3.00%
Surgutneftegaz Comn(Rub)	36,814	7,323	2.66%

Индексы MSCI отражают картину того, во что можно инвестировать на фондовом рынке. Вес США в 50% в нем означает, что оцененность этого фондового рынка является определяющей, а цены в России, скорее, следуют за ним. Видимо поэтому не стоит удивляться когда индекс ММВБ в точности копирует поведение фьючерса на индекс S&P500.

Республиканцы и демократы никак не могут договориться по поводу сокращения бюджетного дефицита. Для решения этой задачи первые стараются снизить расходы, а демократы – повысить налоги. Республиканцы используют для этого инструменты, которые им доступны – а именно возможность заблокировать возможность заимствований для минфина.

Называвшиеся ранее сроки – 2 августа, как оказывается, не являются принципиальными. Эту цифру раньше называл Минфин США, но она является приблизительной. Сейчас появились сообщения, что даже если политики не договорятся, бюджет можно будет как-то сводить вплоть до сентября. То, что политическое соглашение не достигнуто ранее не означает, что 2-го августа наступит «час Икс».

Цены CDS. Вчера мы писали о загадке. Известно, что Греция объявит дефолт, что предусмотрено решениями



европейского саммита прошлой недели. Тогда почему котировки CDS этой страны снижаются? Потому, что выплаты по CDS этой страны определяются реальными потерями во время дефолта (в некоторых вариантах контрактов продавец выкупает дефолтные бумаги по 100% от номинала). Размеры потерь от грядущего дефолта (новации бумаг) Греции проявляются. Банки пытаются заставить участвовать в новации 90% инвесторов, бумаги будут обмениваться на новые с рейтингом AAA или частично гаситься. Неопределенность в расчете CDS устраняется.

В простейших моделях расчета стоимости этих контрактов используется предположение, что в случае дефолта размер потерь будет составлять 40% от номинала. Реальные потери, понятно, могут сильно отличаться от этой величины.

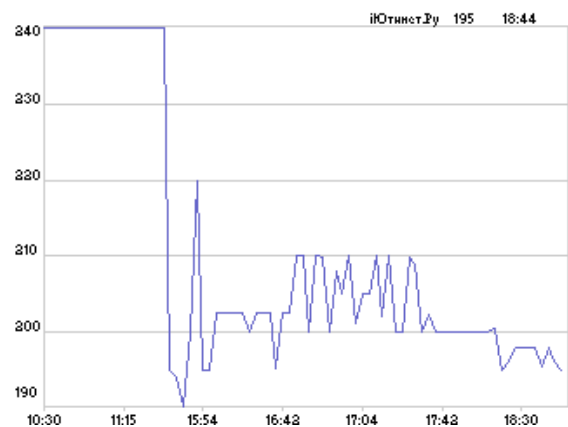
Вкратце:

- «Ведомости» пишут, что «ВТБ» осенью может стать акционером одного из лидеров экспресс-кредитования – банка Home Credit. По сведениям издания, «ВТБ» может купить 10% акций банка. Сейчас ведутся переговоры П. Келлнером, который является основным владельцем холдинга PPF (контролирует Home Credit). Для «ВТБ» вложения в Home Credit будут портфельной инвестицией. Осенью также запланировано IPO Home Credit, в ходе которого инвесторам будет предложено до 25% акций холдинга за \$1 млрд. Так как это дружественная покупка, проблем, как с «Банком Москвы» быть не должно. Заметим, что «Сбербанк» также активизировался в сделках M&A и недавно купил австрийский Volksbank.

- «Энел ОГК-5» ввела в эксплуатацию блок на Среднеуральской ГРЭС, выполнив обязательную инвестиционную программу в рамках договора на предоставление мощности (ДПМ). Новые мощности в России компания больше не намерена, несмотря на обещания В. Путина оказать им поддержку. Пока от правительства энергетики получили только штрафы и изменение правил работы энергорынка. Теперь «ОГК-5» намерена только модернизировать существующие мощности. Скорее всего, другие энергокомпании поступят точно так же.

- «Башнефть» утвердила дивидендную политику. Согласно документу, компания будет направлять на дивиденды не менее 10% чистой прибыли по МСФО. Напомним, что два года назад основным собственником предприятий башкирского ТЭКа стала АФК «Система». Если раньше довольно неплохие дивиденды платили все предприятия баштэка («Башнефть», 4 НПЗ, «Башкирнефтепродукт»), то с приходом нового акционера ситуация изменилась. Центром прибыли стала «Башнефть», на базе которой были консолидированы остальные предприятия башкирского ТЭКа. В результате, последние начали платить чисто символические дивиденды. Отметим, что дивидендная политика устанавливает минимум по дивидендам, верхняя планка будет зависеть от воли основного акционера: по итогам 2010 года на дивиденды ушла вся чистая прибыль «Башнефти». Также «Башнефть» готовит выпуск облигаций на 50 млрд. рублей, которые пойдут на оптимизацию долгового портфеля.

- Вчера был первый день торгов акциями интернет-ритейлера «Ютинет.ру». Торги начались на отметке в 250 рублей за акцию (на 25% выше цены размещения), однако под конец торгов их цена опустилась до 195 рублей. Торги были неактивными, основная масса заявок были направлены на продажу. Исходя из вчерашней котировки, капитализация «Ютинет.ру» составила 4 млрд. рублей, что предполагает мультипликатор P/E 10 = 143. Как утверждают организаторы размещения, в ближайшие годы по оборотам «Ютинет» обгонит интернет-магазин «Озон». Однако мы думаем, что «Ютинет» ставит перед собой слишком амбициозные планы. Компания имеет низкую узнаваемость в сети, хотя продает оргтехнику через интернет. Поисковый запрос «Ютинет.ру» в Google выдает множество ссылок на интернет-магазины, и какой из них тот самый «Ютинет», который провел IPO, с первого раза понять довольно трудно. С такой низкой узнаваемостью на фоне высокой конкуренции, трудно будет выполнить данные инвесторам обещания. Мы полагаем, что в ближайшее время акции «Ютинета» перейдут в разряд забытых бумаг, как это было с «ИСК Человеком».



- Канцлер ФРГ А. Меркель заявила, что они не намерены наращивать импорт российского газа, чтобы заместить атомную генерацию. Напомним, что после аварии на Фукусиме Германия приняла решение к 2020 году отказаться от атомной энергетики. «Газпром» «обрадовался» этому, так как для замещения атомной энергии Германии нужно дополнительно 20 млрд. куб. метров газа в год. Как следует из заявлений А. Меркель, Германия намерена сделать упор на возобновляемые и альтернативные источники энергии и на повышение энергоэффективности. Мы полагаем, что Германия, несмотря на заявления, увеличит объемы закупки

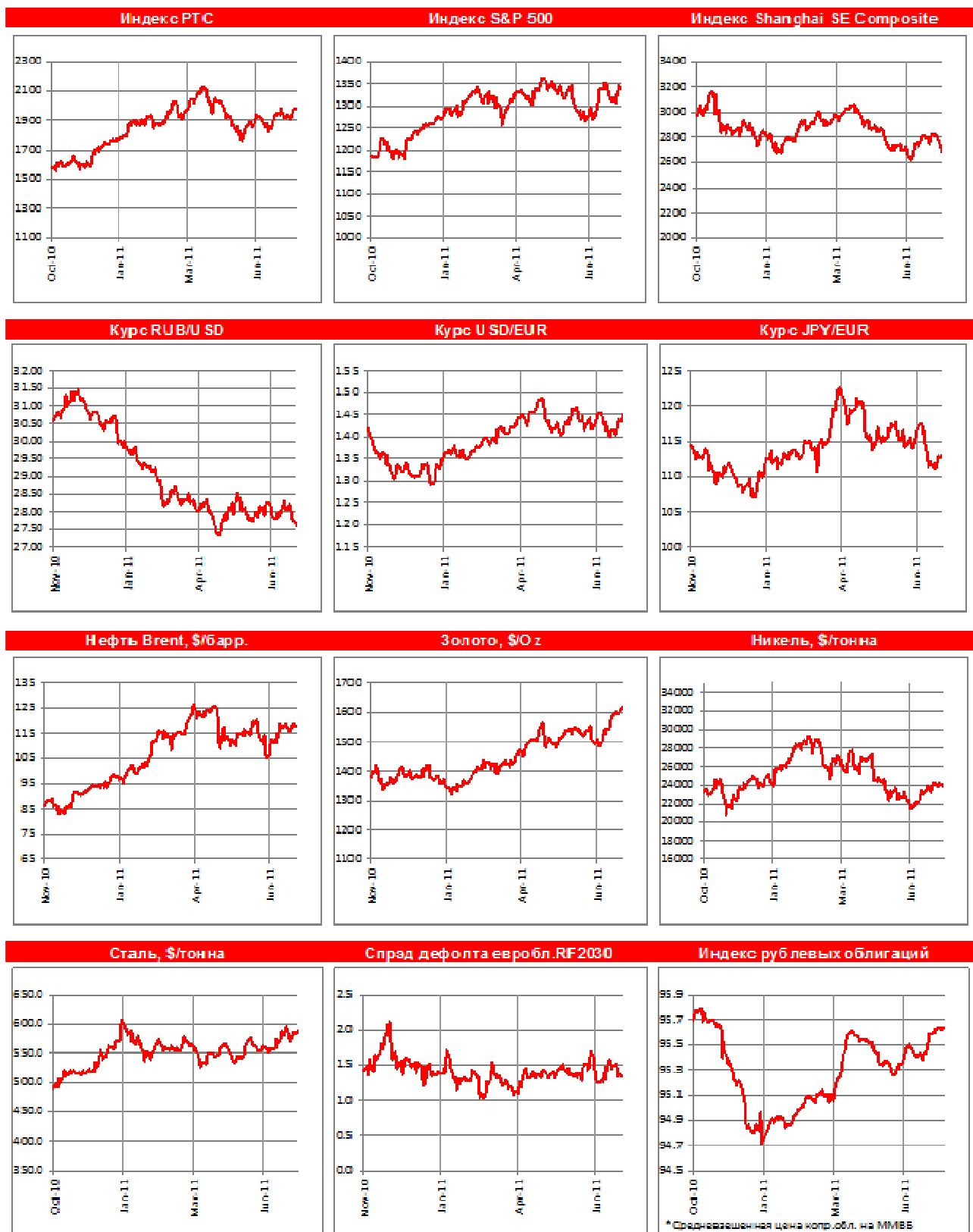
российского газа. По оценкам East European Gas Analysis, с учетом альтернативных источников, Германия может увеличить закупки российского газа на 8 млрд. куб. метров в год. Сейчас эта страна покупает у России 34,4 млрд. куб. метров газа в год. Не исключено, что подобными заявлениями, Германия пытается добиться уступки по ценам на российский газ.

- Правительство в ходе масштабной приватизации намерено оставить за собой контроль в инфраструктурных компаниях. Так, 75% акций государство может сохранить в «ФСК», «Транснефти» и «РЖД». Однако к 2017 году правительство полностью выйдет из капитала «Роснефти», «ВТБ», «Русгидро», «Интер РАО», «Ростелекома» и еще в ряде компаний. В «Роснефти» и «Русгидро» правительство оставит за собой «золотую акцию».

Местное:

- «Э.ОН Россия» (бывшая «ОГК-4») намерена в сентябре ввести энергоблок мощностью 400 МВт на Яйвинской ГРЭС. Сейчас установленная мощность ГРЭС составляет 1000 МВт. Также компания сообщила, что будет получать €7млн. в месяц в виде платы за мощность по новому энергоблоку.

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.