

Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 1 июля 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Система ао	31.2	2.3
Газпром нефть	131.3	1.9
Татнефть Зао	179.39	1.2
ГАЗПРОМ ао	203.87	1.2
ЛУКОЙЛ	1777.3	1.2
Новатэк ао	344.91	1.2
Сургутнефтегаз-п	13.962	1.0
МТС-ао	230.05	0.6
РусГидро	1.3375	0.6
Ростел-ап	86.77	0.5
Сбербанк	100	0.5
ОГК-5 ао	2.35	0.5
СевСт-ао	513	0.5
Транснефтепродукт	40240	0.4
Аэрофлот	69.25	0.4
ВТБ ао	0.08596	0.2
Татнефть Зап	90.27	-0.1
Роснефть	236.1	-0.2
Ростел-ао	188.39	-0.2
ГМК Норникель	7295	-0.2
ММК	24.6	-0.2
ОГК-3 ао	1.3401	-0.3
Сбербанк-п	75.1	-0.3
Сургутнефтегаз	27.571	-0.3
Уралкалий-ао	250.31	-0.3
ПолюсЗолот	1739.4	-0.8
Магнит ао	3759.9	-1.1
ФСК ЕЭС ао	0.37193	-3.7

Российский фондовый рынок продолжает оставаться не модным, отставая от мира второй день подряд. Индекс ММВБ вырос на 0.4%, тогда как Европа в четверг выросла на 1.5-2%, американский S&P вырос на 1% после того как продолжила разрешаться греческая проблема. Вчера парламент этой страны проголосовал за конкретные меры, теперь остается только техническое выделение денег МВФ и ЕС, которое должно пройти до начала следующей недели.

Сейчас индекс ММВБ находится на 10% ниже своего посткризисного максимума, тогда как S&P500 ниже на 3%, немецкий DAX и британский FTSE – на 2.5%. Правда, есть пример Бразилии, которая вышла на посткризисный максимум еще в ноябре 2010 и затем снижалась, сейчас на 15% ниже этой отметки. Но Бразилия заметно дороже, она не так сильно падала в кризис, хорошо росла после. Один факт

- недавно фондовый рынок этой страны почти коснулся исторических максимумов, показанных перед кризисом в 2008 году, причем как в долларовом выражении, так и в своей валюте -

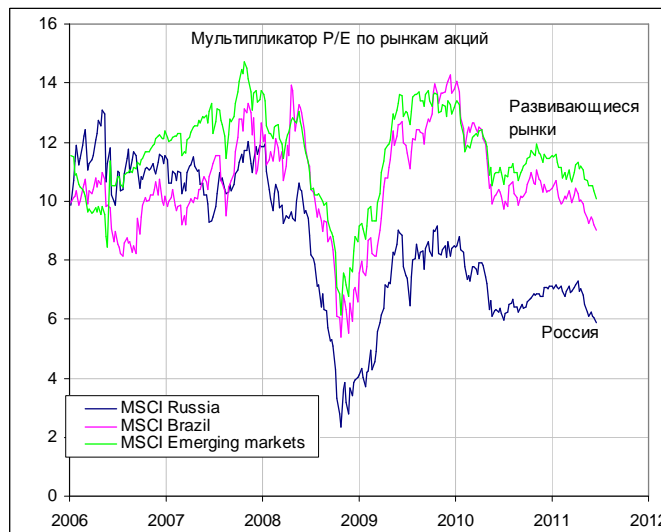
реалах. Россия не может этим похвастаться.

Фундаментальный взгляд на стоимость акций.

Справа на графике мы сравниваем мультипликаторы P/E по индексам семейства MSCI для России с Бразилией и агрегированным значением развивающихся рынков. Если показатель Бразилии не так сильно отличается от развивающихся рынков, то Россия заметно выбилась после кризиса.

Имея значение 5.8 против 9 у Бразилии, российскому фондовому рынку нужно вырасти на 54%, чтобы сравняться по оцененности. И нужно вырасти на 72%, чтобы «догнать» средний уровень по MSCI Emerging Markets. На втором графике справа приведены расчеты на каждый момент времени насколько Россия должна была вырасти или упасть, чтобы сравняться с указанными рынками. Его можно интерпретировать следующим образом. До кризиса 2008 года Россия не слишком сильно выбивалась из общей картины. Но затем произошло разделение. Вероятно, это было связано с волной маржин-коллов, которые прокатились по отечественному рынку, что обусловило «шип» на графике. Отечественные акции упали слишком низко, обвалившись в 5 раз за 5 месяцев. Бразилия за этот период со своих максимумов «только» в 4 раза,

Рынки накануне:



развивающиеся рынки еще меньше – в три раза. Отставание отечественных акций от остальных рынков сократилось во время первоначального «отскока» в первой половине 2009 года, а затем сохранялось на примерно постоянном уровне.

Из этих данных можно сделать следующие предположения. 1) Российские акции заслуживают дисконта по какой-либо причине, среди которых коррупция, политика, нефтегазовый уклон рынка и другие факторы. Правда, тогда надо объяснить, почему не было заметного отставания в 2006 и 2007 году. Вариант – российские акции были переоценены. 2) Противоположный взгляд – российские акции имели «правильную» стоимость перед кризисом, а сейчас «неправильно» отстают. Если придерживаться второй точки зрения, то следует ожидать сокращения дисконта или исправления «ошибки рынка». То есть ожидать опережающего роста отечественного рынка. Каждый волен сам выбирать какая из точек зрения ему больше подходит.

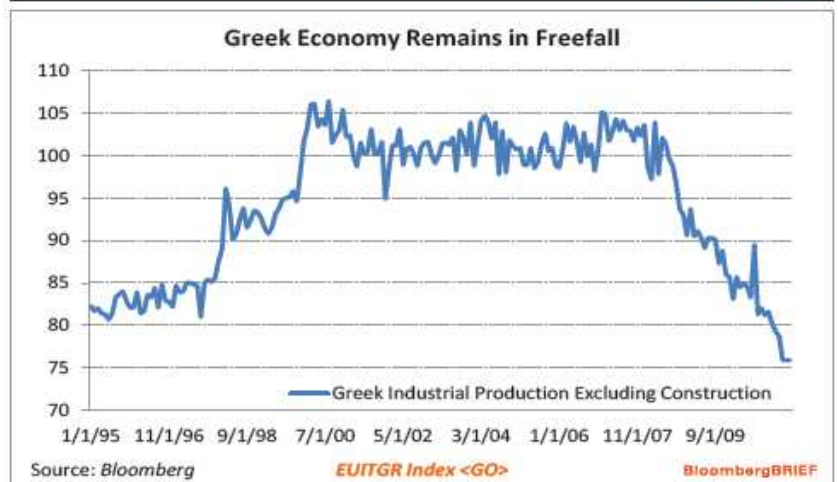
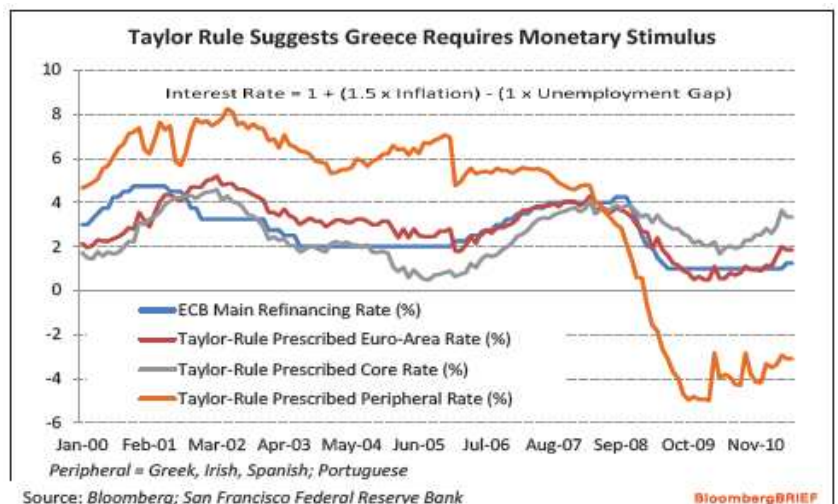
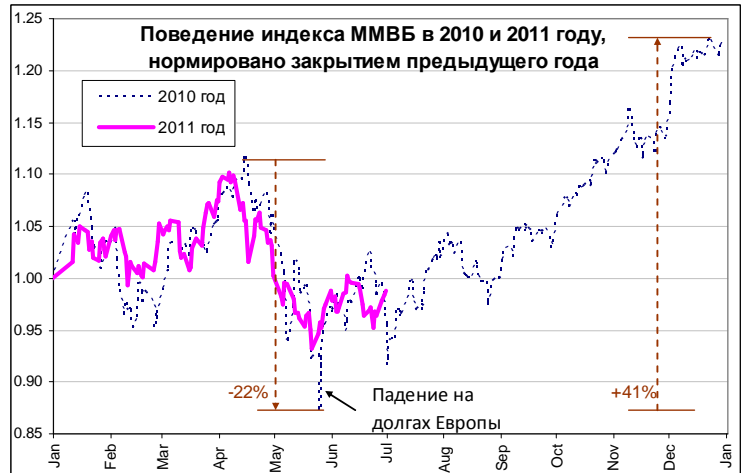
Мы продолжаем сравнивать поведение отечественных акций в этом году с поведением в прошлом. Это нормальное свойство мозга человека искать аналогии и общие характеристики. Люди иногда смотрят на груды камней или на облака и видят разные фигуры. В некоторых случаях это свойство сознания помогает, поскольку позволяет найти полезные закономерности, а в некоторых случаях можно сильно обмануться. Случайно кривые фондового рынка могут совпадать, это совершенно нормально. Сейчас стало очевидным некоторое расхождение траекторий рынков, и мы ожидаем, что оно будет становиться все большим с течением времени.

Греция. Во вчерашней записке мы описывали проблемы этой страны связанные с тем, что она не может девальвировать собственную валюту, поскольку входит в зону евро.

Для того чтобы Греция стала конкурентоспособной на мировом рынке ей необходимо пройти болезненный процесс снижения общего уровня выраженных в евро зарплат и других доходов, такие как пенсии. Величина этого снижения должна быть значительной – десятки процентов.

После этого Греция сможет приспособиться к мировому уровню цен – будет меньше импортировать и больше экспортировать. Растущий чистый экспорт (до кризиса он был отрицательным) будет позволять стране расплачиваться по внешним долгам. Таково следствие разворота потоков капитала, классический процесс «sudden stop», постоянно вызывающий проблемы у разных стран.

Кроме невозможности снижения курса валюты, девальвации, у Греции есть другая проблема – монетарная политика. Справа приведены данные по ставке ЕЦБ, и подразумеваемые «правилом Тейлора» ставки. Кривая Euro-Area тесно коррелирует с действительной политикой ЕЦБ. Верхняя кривая (серая) показывает какова была бы политика если бы была ориентация на две центральные страны блока –



Францию и Германию. Для них сейчас нужно было бы держать еще большие ставки. И нижняя линия (коричневая) описывает желаемую политику для периферийных стран. Если бы ЕЦБ ориентировался только на них, он должен был бы находиться в режиме «количественного расширения» (QE), аналогичного проводимой сейчас политике ФРС.

Но вместо этого ЕЦБ собирается сделать следующий шаг повышения ставок после первого апрельского шага (с 1% до 1.25%). Это плохой знак для периферийных стран и Греции. На втором графике на предыдущей странице показано промышленное производство в этой стране. Оно продолжает падать, экономика Греции продолжает ухудшаться, и ей особенно нечем помочь. Классические кейнсианские стимулы – экспансионистская монетарная политика или увеличение трат бюджета не могут быть применены. Скорее, все происходит в точности наоборот – ставки повышаются, бюджет консолидируется из-за невозможности занимать. Греческая экономика продолжит падать, и греков искренне жаль.

Ухудшение доходов людьми воспринимается как несправедливость. Напомним, что на волне экономических проблем после Версальского мира, репараций и гиперинфляции в Германии к власти пришел А.Гитлер. Точно также греческая политика может пойти очень далеко. Так что мы должны еще раз вспомнить об этой стране в ближайшее время. Дефолт, выход из зоны евро вполне вероятны.

Вкратце:

- Вчера прошли два общих собраний акционеров «Газпрома»: очередное и внеочередное. Акционеры утвердили дивиденд в 3,85 рублей на акцию. Также был избран новый совет директоров. Из чиновников в нем остался только В. Зубков, который потом был избран председателем совета директоров. Традиционно, на общем собрании «Газпром» поделился своими планами на ближайшее будущее. Так, концерн намерен продолжить работать по сокращению затрат (такую задачу перед госкомпаниями поставил Д. Медведев). Правда, пока не уточняется, что именно будет сделано в этом направлении. Также «Газпром» продолжает надеяться на то, что к 2014 году внутренние цены на газ достигнут уровня равнодоходности с европейскими поставками.
- ФСФР вчера сообщила о факте манипулирования акциями «Самараэнерго»: бумаги в течение трех дней подорожали в два раза. Сообщил об этом факте сам брокер, клиенты которого манипулировали котировками, используя брокерские счета на свое имя и на близких родственников. Это уже не первый выявленный случай, однако до сих пор ни один манипулятор не понес наказания за свои действия.
- Белоруссия готовит IPO «Беларуськалия». По словам вице-премьера В. Семашко, Белоруссия готова продать 10-15% акций компании. Однако это произойдет после IPO «БелАЗа». Скорее всего, бумаги «Беларуськалия» будут размещены на западных площадках, оценка компании неоднократно озвучивалась правительством - \$30 млрд. Для сравнения, объединенный «Уралкалий», который близок к белорусской компании по операционным показателям, стоит \$27,8 млрд. Мы полагаем, что «Беларуськалий» достаточно рискованная инвестиция. В первую очередь, это связано с политическими рисками: страна не имеет развитого фондового рынка и как поведет себя правительство Белоруссии после размещения, тоже непонятно. Тем более что оно хочет сохранить над компанией полный контроль.
- Депозитарные расписки «Сбербанка» получили доступ к торгам на Лондонской и Франкфуртской биржах. До этого расписки банка получили прописку на Нью-Йоркской бирже.
- Международные резервы ЦБ за прошедшую неделю выросли на 0,8% до 524,3 млрд.
- Вчера «ВТБ» принял окончательное решение о санации «Банка Москвы». ЦБ на эти цели может выделить субординированный кредит на сумму 250 млрд. руб. Также кредит выделит АСВ сроком на пять лет с возможностью пролонгации еще на 5 лет по ставке 0,1%. Ожидается, что часть суммы будет направлена на списание проблемных долгов, вторая часть пойдет на поддержание финансового положения. Однако одним из условий выделения помощи «Банку Москвы» является увеличение доли «ВТБ» в капитале своей дочки с 46,48 до 75%.
- По данным Dealogic, объем размещений российских эмитентов по итогам первого полугодия увеличился вдвое по сравнению с аналогичным периодом 2010 г. и составил порядка \$9.8 млрд. На IPO и SPO вышло 22 эмитента против 13 в прошлом году. При этом увеличилась активность и на рынке долговых инструментов. Объем размещений еврооблигаций российских компаний составил \$17,9 млрд. против \$15,1 млрд. за первые 6 месяцев 2010 г. Рост активности на рынках капитала обеспечен за счет низких ставок по облигациям, высоких цен на нефть и приватизации. Ожидаем, что активность сохранится или даже увеличится на рынке акционерного капитала в виду улучшающейся рыночной конъюнктуры и оживления мировой экономики. На рынке долгового финансирования стоит ожидать снижение активности участников.
- Вчера на встрече Nazvanie.net (экс-корпорация Mirax Group) была согласована схема реструктуризации публичного долга на сумму \$392,2 млн. Кредиторы согласились на выпуск новых рублевых облигаций сроком на

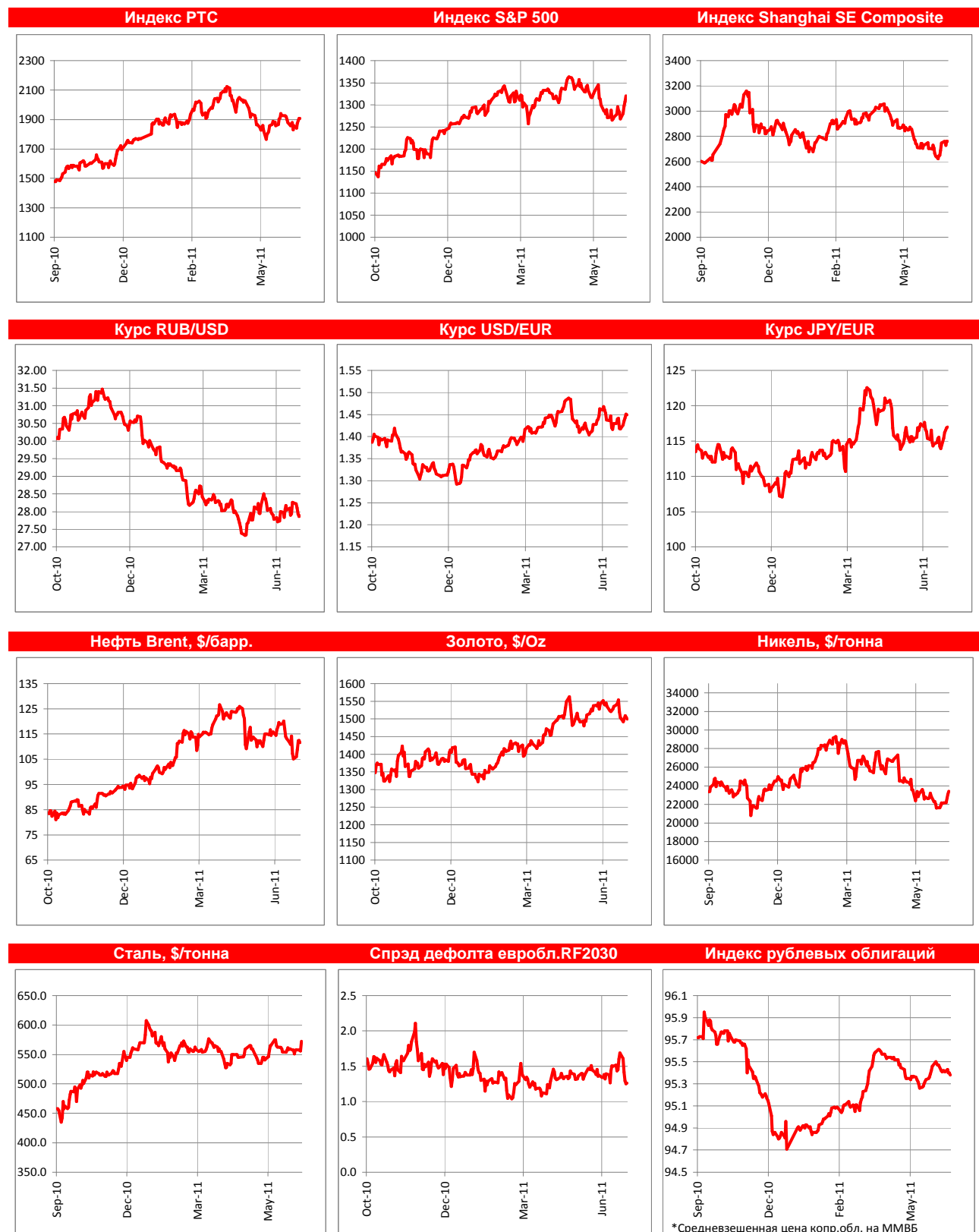
8 лет со ставкой 7% годовых. Обеспечением по ним станут cash flow по проектам на 2,3 млн. кв. м. Для окончательного согласия кредиторов, компания должна подтвердить свою финансовую устойчивость. Напомним, что С. Полонский (основной собственник Mirax Group) в сентябре 2008 года обещал съесть свой галстук, если в течение полутора лет цены на их квартиры не вырастут на 25%. Цены не выросли, галстук – не съеден.

- На годовом собрании акционеров «Алроса» был одобрен сплит акций. Это делается в рамках подготовки компании к IPO, который запланирован на 2012-2013 гг.

Местное:

- «Башкирская химия» переводит акции «Березниковского содового завода» («БСЗ») из одной «дочки» в другую. Так, акционеры «Соды» одобрили сделку по приобретению у «Каустика» 99% обыкновенных и 74,7% привилегированных акций «БСЗ». Для чего это делается, не разъясняется

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.