

Ежедневный обзор фондового рынка

четверг, 1 апреля 2010 г.

Лидеры изменения в индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Транснф ап	33927	9.0%
РБК ИС-ао	37.7	5.9%
Аэрофлот	68.01	3.9%
РусГидро	1.555	2.2%
ВТБ ао	0.081	1.9%
Сбербанк	85.8	1.2%
ОГК-5 ао	2.809	1.0%
ПолюсЗолот	1448	1.0%
Татнфт Зап	86.75	1.0%
Ростел -ао	148.1	0.9%
Газпрнефть	154	0.9%
ГАЗПРОМ ао	171.5	0.9%
ФСК ЕЭС ао	0.372	0.8%
ГМКНорник	5430	0.8%
Уркалий-ао	123.7	0.8%
Сурнфгз-п	16.53	0.6%
ЛУКОЙЛ	1671	0.3%
СевСт-ао	397	0.0%
ОГК-3 ао	2	-0.1%
Татнфт Зао	145.9	-0.1%
Магнит ао	2570	-0.4%
МТС-ао	253.7	-0.5%
Новатэк ао	193.1	-0.6%
Роснефть	233.6	-0.6%
Система ао	29.9	-0.7%
Сурнфгз	28.89	-0.8%
Сбербанк-п	66.52	-1.0%
УралСви-ао	1.116	-1.0%
Ростел -ап	81	-1.5%
ММК	27.75	-2.6%

Индекс ММВБ 31-го марта вырос на 0.4%. Описывать особенно нечего, кроме взлета «Транснефти-прив» на 9%. Мы считаем эту бумагу очень дешевой, наша оценка справедливой цены предполагает уровни выше 50 тыс. руб. за акцию (хотя она сильно зависит от взгляда на «справедливый дисконт» префов к обыкновенным акциям)

Закончился квартал, принесший +6% по индексу ММВБ. Предыдущие 4-е квартала 2009 года фондовый рынок рос быстрее – первые 3 квартала под +25% абсолютного прироста индекса, и в 4-м квартале было почти +15%. Все это согласуется с нашими представлениями – рынок продолжит восстанавливаться, хотя меньшими темпами, чем это было с «дна» рынка в начале прошлого года. Мы ожидаем роста в 2010 году размером в +30%, и квартальные +6% примерно соответствуют этим темпам. Волатильность, тем не менее, остается высокой, рост не может быть линейным, так не бывает. Кризис научил многих, что «защитные стоп продажи» являются «лучшей защитой капитала». Но бесплатных завтраков не бывает, и такая стратегия в период роста рынка, наиболее вероятно, обернется меньшей доходностью по сравнению с бесхитрым держанием.

Первый квартал 2010 года принес американскому фондовому рынку, как пишет Bloomberg, «лучший первый квартал с 1998 года». S&P показал скромные +5% за квартал, но остальные первые кварталы приносили еще меньше. Такой комментарий выглядит как шутка, достойная 1-го апреля (как вам покажется фраза: «лучший 4-й час среди трех последних понедельников»?).

Но 1-й квартал все-таки принес, по нашему мнению, важные изменения. Ожидания «второй волны» окончательно улетучились и стали уделом откровенных отщепенцев (и вечных «думстеров», типа Н.Рубини). Про кризис просто перестают говорить. В этом квартале вновь наметилась тенденция к укреплению рубля. Бивалютная корзина находится на рекордных уровнях со времени «плавной девальвации». За счет изменения пары евро-доллар, это в большей мере ощущается по курсу рубль-евро (сейчас 39.81 руб./€, перед кризисом в августе 2008 было в районе 36 руб./€, на максимумах февраля 2008 под 47 руб./€). Цены на нефть остаются стабильными с октября, когда они вышли на отметки около \$80/баррель (и колеблются в диапазоне порядка \$70-\$80), что смягчает вечный российский страх - «А что если нефть упадет?».

В первом квартале возникли и улетучились страхи, связанные с Грецией. Кстати, в книге Кеннета Рогоффа «This time is different» описывается, что эта страна находилась в практически перманентном дефолте с 1800 года до 2-й Мировой войны, так что случившееся не является ничем новым. То же относится к Франции, объявлявшей дефолт по внешнему долгу не менее 8-ми раз. Испания «дефолтила» 6 раз до 1800 года и еще 7-м раз в 19-м веке. Лишь некоторые редкие страны избежали дефолта (Австралия, Н.Зелландия, Канада, Дания, Таиланд и США; но даже для США девальвации доллара к золоту некоторые называют дефолтом). Мы не хотим пугать, напротив, в текущих условиях мы бы не ожидали новых дефолтов. История серии крахов 1998 года на Азиатском кризисе, продолжавшаяся до 2002 года показала, что эту проблему лучше останавливать раньше, чем позже. Развал финансовых рынков, предоставленных самим себе, очень больно ударяет по реальной экономике, и мы верим в благоразумие политического руководства Евросоюза (хотя вера никогда не может быть гарантией).

Еще одна важная тенденция 1-го квартала – это набирающая силу рефляция в РФ. Рублей становится очень много, и эта тенденция еще далека от завершения. Правительство печатает рубли для покрытия дефицита (формально это называется «тратить фонды»), ЦБ РФ сопротивляется девальвации. Первыми отзываются банки, которые уже испытали прилив избыточной ликвидности. В условиях, когда кредитование воспринимается очень рискованным занятием, были сметены облигации.

Рынки накануне:



Справа представлен график изменения индекса цен корпоративных облигаций на ММВБ с высоким кредитным рейтингом. Он в некотором роде характеризует ставки и условия кредитования в РФ. Текущий уровень соответствует 11 сентября 2008 года, т.е. уровням до краха Lehman Brothers.

Продолжающееся наводнение рублей заставило банки сначала скупить все облигации, считающиеся наименее рискованными в РФ. Например, доходность выпусков «Газпрома» к погашению находится в районе 6-7% годовых, а годовая «Гидро ОГК» торгуется на уровне 7.5% годовых.

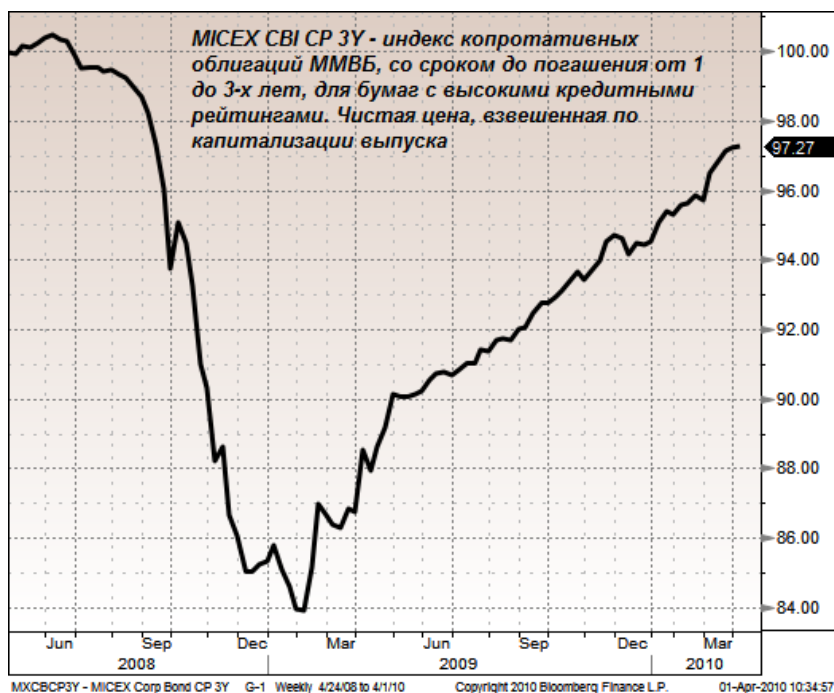
Сегодня в Ведомостях можно найти высказывание представителя банка «Возрождение»: «Зарабатывать же на кредитах становится все сложнее». Процентная маржа резко снизилась,

притом что многие банки после кризиса остались с очень дорогими пассивами, как рублевыми так валютными. Судьба банковской отрасли вообще выглядит незавидной – в кризис они страдали от невозвратов. Во время восстановления после кризиса они страдают от высокой стоимости пассивов.

Мы в целом очень негативно относимся к банкам и банковской отрасли. Она похожа на теоретическую модель «идеальной конкуренции», описываемую микроэкономикой. Продукты, продаваемые банками, конкурируют в большей мере за счет цены, неценовые факторы не очень важны (кроме «Сбербанка», воспринимаемого «надежным»). Количество продавцов и покупателей очень велико (банков в стране больше 1000). Теория предполагает, что на таком рынке заработать избыточную прибыль невозможно. И действительно, если мы посмотрим на заработки многих банков (и особенно усредним их за несколько лет), то обнаружим, что прибыли там крайне невысоки.

Вкратце:

- «Ведомости» сегодня со ссылкой на результаты проверок внутренних контрольных органов «ВТБ» пишут, что на начало 2009 года доля необеспеченных кредитов в портфелях филиалов банка составила 36%. На этой неделе банк опубликовал отчетность по МСФО за 2009 год. По итогам года банк получил убыток почти в 60 млрд. рублей. Доля просроченных кредитов выросла до 9,8%, а доля реструктуризированных – до 11,8% от кредитного портфеля. Вполне возможно, что основная часть реструктуризированных кредитов, по сути, является проблемными, и банк пошел на их реструктуризацию, чтобы не показывать просрочку.
- Вчера банк «Возрождение» опубликовал отчетность по МСФО за 2009 год. Чистая прибыль банка снизилась на 61% до 1,2 млрд. рублей. Объем просроченной задолженности банка увеличился до 9,9% от кредитного портфеля. Глава банка отмечает, что зарабатывать на кредитах становится все сложнее из-за высокой стоимости пассивов и снижающейся доходности активов.
- Компания «МТС» вчера опубликовала отчетность по US GAAP за 2009 год. Выручка сократилась на 17,5% до \$9,824 млрд., а прибыль упала почти в два раза до \$1,005 млрд. При этом в четвертом квартале 2009 года компания отразила в отчетности списания на \$368 млн., основная часть которых связана с убытком «Комстар-ОТС» от переоценки инвестиций в «Связьинвест».
- «Русгидро» может сократить свою долю в «ОГК-1» с 27,71% до 11,73%, так как не намерено участвовать в допэмиссии последней компании в пользу «Интер РАО».
- Б. Обама предложил отменить мораторий на добычу нефти и газа на шельфе США, чтобы снизить зависимость страны от импорта нефти и создать новые рабочие места. По оценкам US Geological Survey запасы углеводородов на американском шельфе оцениваются в 1,6 трлн. куб.м. газа и 14,5 млрд. барр. нефти. Для того, чтобы начать промышленную добычу на этих участках, потребуется несколько лет, поэтому вряд ли это окажет влияние на нефтяные котировки.
- Сегодня «Ведомости» публикуют статью о деятельности фогех-компаний. В этой статье газета приводит слова одного из руководителей фогех-компаний, из которых следует, что валютные брокеры не выводят некоторые



сделки на биржу, и сами являются второй стороной. При этом отмечается, что подавляющее большинство клиентов все-таки проигрывают.

Местное:

- «Камкабель» по итогам 4 квартала зафиксировал убыток в 4,9 млн. рублей. Таким образом, за 2009 год совокупный убыток компании составил 8,1 млн. рублей (за девять месяцев 2009 года был получен убыток в 3,2 млн.).
- «Соликамский магниевый завод» по итогам 2009 года получил убыток в 114,7 млн. рублей против прибыли в 111,8 млн. рублей годом ранее.

Напоследок:

Три дня "Газпром" ведет себя лучше рынка. Разум (возможно) вернулся к "мистеру Рынку". Совпало, что произошло после наших пятничных рассуждений в обзоре на тему дешевизны монополии (на всякий случай: манией величия мы не страдаем).

Фундаментально низкую стоимость "Газпрома" обосновывалась тем, что он слишком "тяжел", 25% от free-float, это больше чем обычные доли, отводимые портфельными инвесторами на одну акцию. А результат - на "Газпром" не хватает денег, он отстает. Монополия стоила дорого в 2006-м и 2008-м году, но это объясняется тем, что тогда были

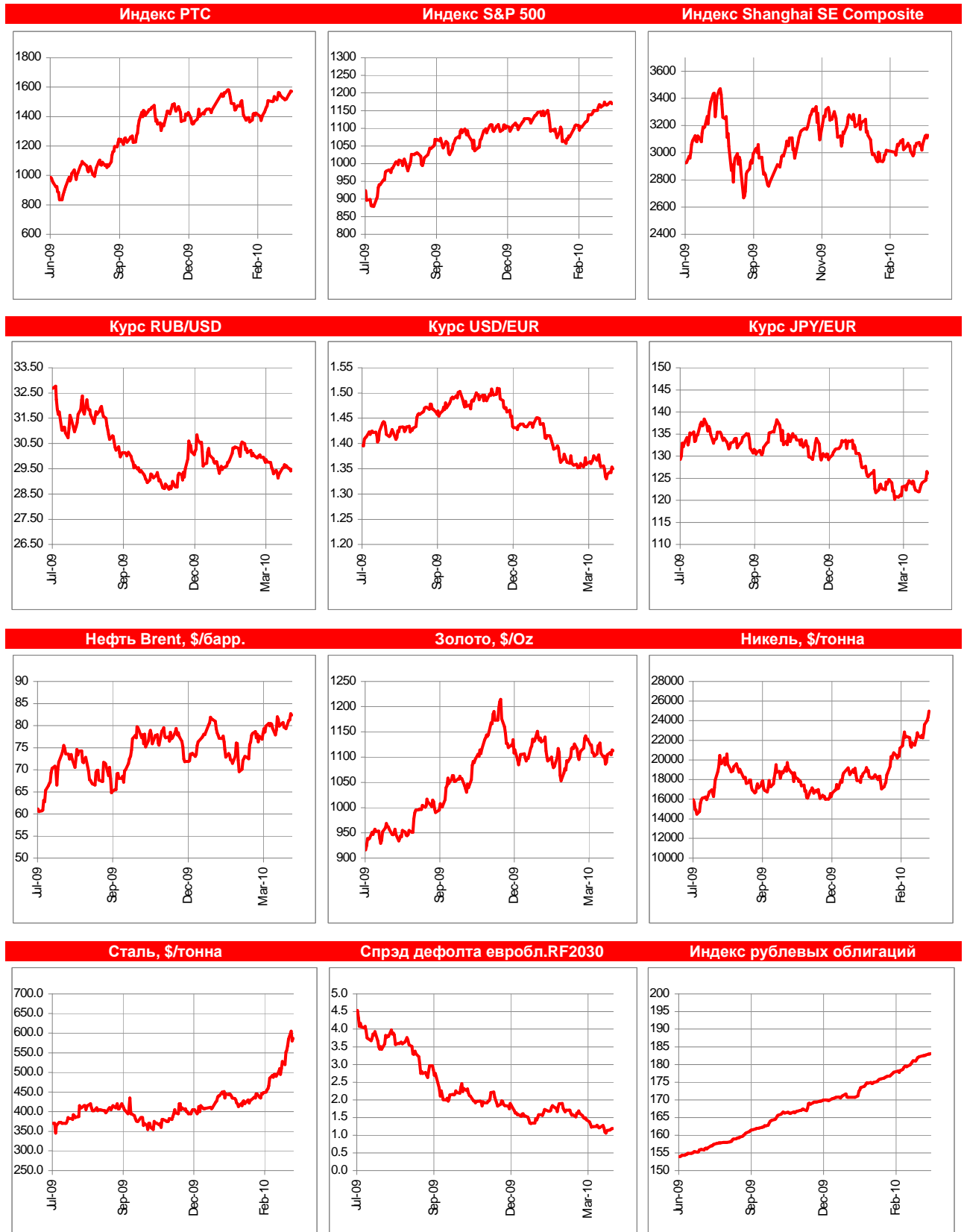
уникальные инвесторы, державшие акцию в больших долях, чем предполагает диверсификация. 1) Была мода среди олигархов вроде Батуриной или Керимова 2) Были внутренние инвесторы, покупавшие в расчете на либерализацию 3) Это были "схемы" по продаже локальных акций иностранцам в обход законодательства.

Эти инвесторы абсорбировали free-float, который не был способен поглотить чисто портфельный капитал, доминирующий на рынке. Этот, скособоченный в пользу "Газпрома" капитал продолжал удерживать акции еще какое-то время. Была хорошая фаза - инерция роста котировок, растущая нефть. Пока не случился кризис. Иными словами, высокая цена была связана с либерализацией, ее ждали с середины 2001 года (а надеялись, с приватизации) до апреля 2006, когда рынки сошлись.

Означает ли это, что "Газпром" не должен расти? Отнюдь, нет. Но должен появиться капитал, инвестирующий концентрированно в акции монополии, в ущерб диверсификации. Откуда он придет - не известно. Чем дешевле акция по отношению к общерыночному уровню, тем больше будет таких инвесторов. Может быть, когда-то вернется олигархическая мода. Кто-то ведь уже покупал монополию на этой неделе.



Конъюнктура рынков:



Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. 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.