

# Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 2 июня 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Сбербанк	51.88	17.3%
ОГК-3 ао	1.607	17.0%
СевСт-ао	191.5	11.7%
Сбербанк-п	27.07	9.8%
ВТБ ао	0.0486	8.7%
МТС-ао	189.85	8.2%
Татнефт Зао	151.85	7.9%
ГАЗПРОМ ао	191.5	7.5%
Транснеф ап	18151	7.3%
ММК	15.8	7.3%
Татнефт Зап	46	7.2%
Уралкалий-ао	123.48	7.2%
ЛУКОЙЛ	1755	7.1%
УралСви-ао	0.498	6.6%
Роснефть	219.79	6.6%
ГМКНорНик	3713	6.6%
Новатэк ао	151.55	6.5%
ФСК ЕЭС ао	0.297	6.5%
ОГК-5 ао	1.209	6.0%
Сургутнефтегаз-п	10.216	4.8%
Сургутнефтегаз	26.646	4.0%
Газпромнефть	109.17	3.3%
Магнит ао	1162	3.1%
ПолюсЗолот	1444.5	2.7%
Ростел -ап	49.05	2.4%
РусГидро	1.276	1.6%
Система ао	14.75	1.5%
РБК ИС-ао	39.45	1.4%
Ростел -ао	227.5	1.1%
Аэрофлот	34.99	-0.4%

В сегодняшних комментариях Bloomberg, вчерашний рост на развивающихся рынках называет самым большим за последние 4 недели. Ниже мы приводим график с однодневными изменениями, из которого следует, что российские акции были лучшими.

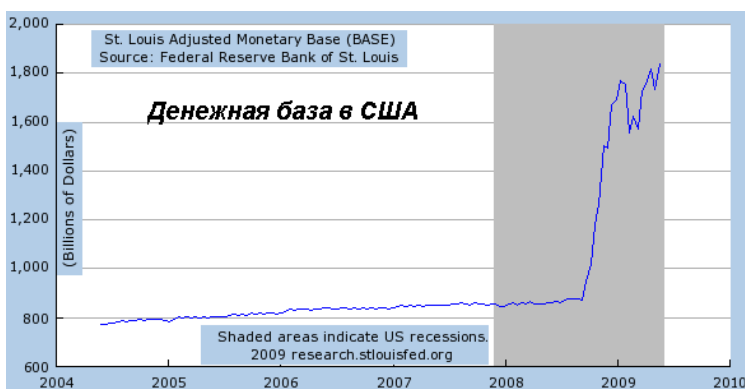
Можно встретить два наиболее распространенных объяснения вчерашнему росту, первое сводится к тому, что мировая экономика развернулась, а второе, что рынки

наводнены деньгами.

Агентство EPFR Global, которое рассчитывает притоки и оттоки денег в развивающиеся фонды, посчитало, что за последние 4 недели в фонды пришло \$12 млрд. А это составляет 3.5% от всех имеющихся активов. Подобный приток денег с 2001 года отмечался лишь однажды, в феврале 2006. Таким образом, рыночная банальность «растет потому что покупают», имеет вполне рациональное объяснение – приток денег. Собственно приток, некоторые

наблюдатели пытаются связать с экспансионистской денежной политикой, которую проводят многие Центробанки в мире. В финансовые системы вброшено много денег, период страхов банков перед дефолтами прошел, и деньги ищут точки применения.

## Рынки накануне:



Есть некоторая логика в таких рассуждениях, справа мы приводим график денежной базы в США, которая удвоилась после краха Lehman Brothers за счет скупки ФРС активов с рынка. Денег действительно, беспрецедентно много, никогда в истории США подобного не было.

Если монетарная экспансия в современной экономической науке считается основным инструментом по противодействию кризису, то такие огромные размеры расширения денежной базы – едва ли. Цель расширения денежной базы в том, чтобы дать экономическим агентам то, что они хотят во время кризиса – деньги. При

достижении определенного объема денег, они могут начать тратить, что вызовет доходы других и через мультипликативный эффект «кейнсианского креста» приведет к росту экономики. Есть другие положительные эффекты от денежной экспансии – низкие ставки стимулируют инвестиционную активность. Прерывается порочная дефляционная спираль, которая может быть опасна для экономики (в ожидании более низких цен люди могут перестать тратить), не следует забывать, что за 12 месяцев в США и Еврозоне ценовые индексы показывают минусовые изменения (конечно, есть эффекты от цен на нефть и падения цен продуктов питания). Увеличение ликвидности предотвращает крах финансовых инструментов и влияет на стоимость финансовых инструментов. Есть другие каналы влияния денежной экспансии, например, через отток капитала и реальный курс. Однако расширение денежной базы рассматривается некоторыми как опасность. В частности, ставший недавно известным

Нассим Талеб (автор «Одурченных случайностью» и «The black swan»), как было сообщено вчера, учредил хедж-фонд, целью которого является ставка на то, что инфляция в развитых странах станет запредельной. В частности, он собирается покупать производные инструменты, фьючерсы и опционы, на товарных рынках, сырьевых компаний. Как можно понять, в сферу интересов попадают и нефть и золото.

Мы сомневаемся в том, что ставка на большую инфляцию сработает. Американцы и европейцы не похожи на самоубийц, а разгон инфляции сверх разумных пределов рикошетом очень больно ударит по ним самим же. Только что с таким старанием они спасали финансовые рынки и банковскую систему, а запуск большой инфляции приведет к разрушению традиционных каналов кредитования и сбережения. Экономисты оперируют таким понятием как инфляционная премия, которая в развитых странах невелика. Большая (двузначная) инфляция сломает инвестиции Китая и развивающихся стран в США, убьет стимулы к сбережениям и т.д.

Итак, мы не верим в то, что инфляция будет высокой, ФРС и ЕЦБ имеют все инструменты, чтобы предотвратить неконтролируемый рост цен, в частности ФРС получила одобрения у Конгресса на выпуск собственных облигаций, которыми может быть быстро связана избыточная ликвидность (любая покупка Центробанка любого актива себе в баланс это денежная эмиссия, и напротив, продажа с баланса это «разрушение денег»).

Те, кто стараются объяснить рост финансовых рынков исключительно лишними долларами, не правы. Не следует забывать, что цены на многие активы в мире были экстремально дешевыми и сейчас люди просто охотятся за дешевизной. Сейчас, когда индекс ММВБ вырос почти в 2 раза с начала года (осталось 3%), он все равно значительно дешевле, чем был 12 месяцев назад. Справа мы показываем график доходности 30-ти летних облигаций РФ и 10-ти летних казначейских облигаций США (бумаги примерно сопоставимы по дюрации, РФ-30 являются амортизационными). До начала кризиса в августе 2007 года спрэд между доходностями был в районе 1%. На пике кризиса в декабре 2008 спрэд доходил до 9%, сейчас опустился до 3.7%. У России, возможно, есть риск дефолта, но вряд ли он оправдывал доходность выше 12% годовых.



Мы действительно считаем, что кризис заканчивается. Это не значит, что все стало также как было, это значит, что самая низкая точка экономики была пройдена где-то осенью, как в России, так и в мире. Об этом пока говорят ряд косвенных признаков, вроде индексов уверенности, цены на сырьевые товары и стоимость фрахта или индексы акций. Индексы промышленности, заказов на товары длительного пользования или розничных продаж по всему миру говорят, что ножевое падение закончилось, и произошла стабилизация. Так что продавать акции сейчас это тоже что продавать свое будущее.

По нашим наблюдениям, слишком много людей ждут коррекции, и вчерашнее ускорение могло быть связано с тем, что они догоняют уходящий поезд. Коррекция наверняка случится, только ее время и глубина вряд ли прогнозируема.

Вчера лидером роста были акции «Сбербанка», взлетевшие на 17%. Мы считаем, что сейчас на российском рынке все акции дешевые и все должны расти. Однако в отношении «Сбербанка» мы считаем, что он уже достаточно дорог и вчерашний рост для нас является, не настоящим. Сейчас капитализация «Сбербанка» составляет 1.15 трлн. рублей, собственный капитал 0.75 трлн. руб., и мультипликатор  $p/bv=1.53$ . Конечно, можно вспоминать времена, когда мультипликатор был в районе 4, но это, по нашему убеждению, было время переоцененности, пузыря в банковских бумагах.

## Вкратце:

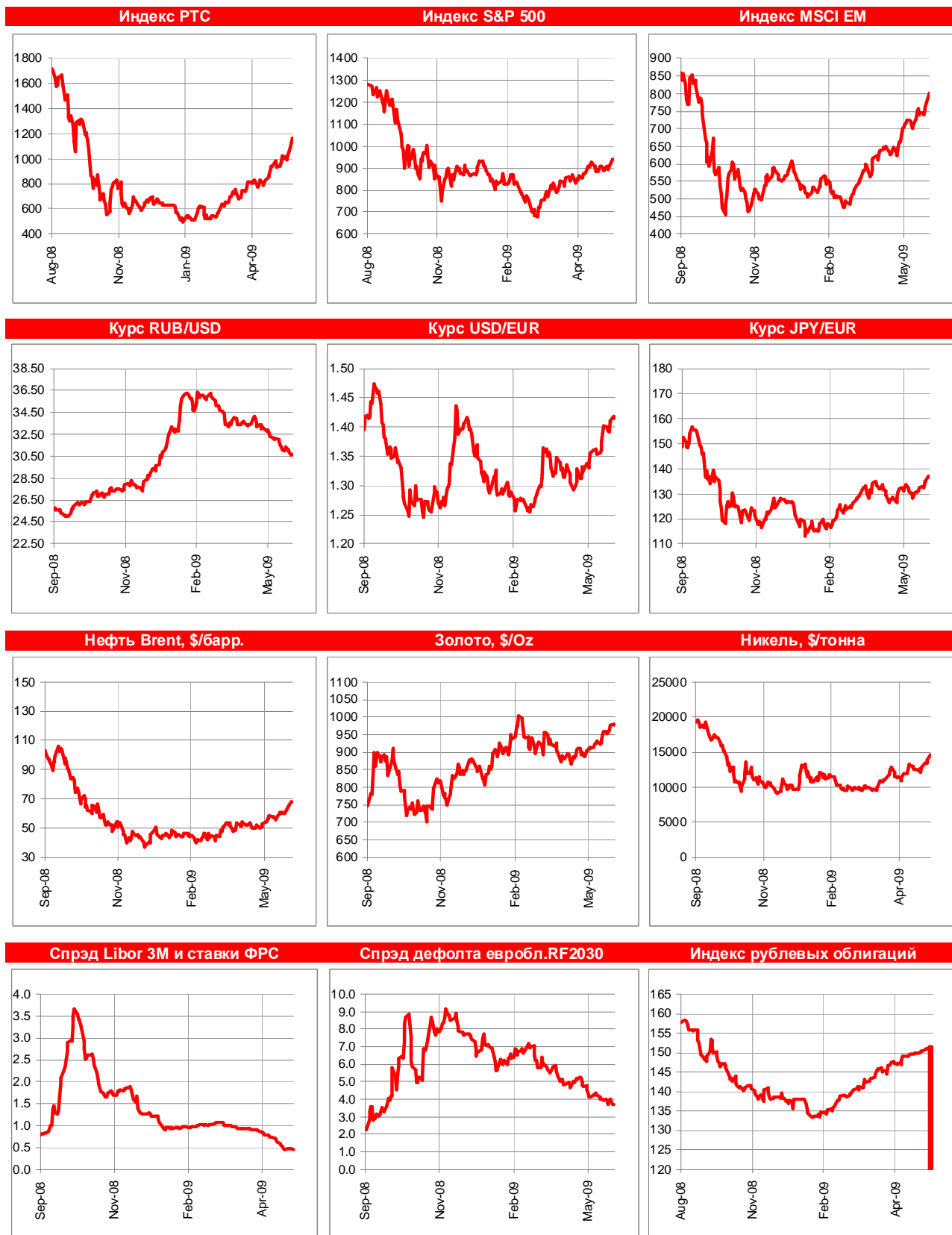
- «Роснефть» вчера раскрыла стоимость китайского кредита на \$15 млрд. Как сообщается, ставка привязана к Libor, причем, чем он больше, тем меньше маржа. Например, при Libor до 2% маржа составит 3,25%, а при Libor выше 4,5% — она будет 0,6%. При текущих ставках Libor в 1,23%, стоимость кредита составит 4,5%. Таким образом, «Роснефть» смог привлечь достаточно дешевый и длинный кредит.
- «Белон» получил кредит на \$100 млн. от «Транскредитбанка» сроком на 1 год по ставке в 13,25% годовых. Вполне возможно, что часть средств от этого кредита будет направлено на погашение облигаций угольной компании.

- «ВЭБ» вчера заявил, что выкупит около 10% акций «Ростелекома» у «КИТ Финанса» по 230 руб. за акцию за счет средств фонда национального благосостояния. Остальную часть пакета акций «Ростелекома» выкупит АСВ, причем для этой сделки агентство не будет привлекать финансирование «ВЭБа».
- Г. Греф вчера заявил, что просрочка по кредитам у «Сбербанка» составляет 2,7%, а резервы – превышают 6%. По его словам, до конца года планируется увеличить резервы до 9%. Также Г. Греф сообщил, что средняя ставка по кредитному портфелю составляет ниже 15%. Заметим, что «Сбербанк» имеет достаточно низкую стоимость пассивов, поэтому 15% по кредитному портфелю является приемлемым.
- По данным Bloomberg в мае страны ОПЕК нарастили добычу на 1,5% до 28,15 млн. барр./сутки, что выше установленных квот на 3,3 млн. барр./сутки.
- Агентство Moody's подсчитало, что российским банкам потребуется \$40 млн. дополнительного капитала из-за ухудшения качества активов и роста просрочки. По данным АСВ, с начала кризиса российские банки уже получили \$26 млрд. господдержки, причем преимущественно это госбанки.

## Местное:

- «Норман-Виват» снимает с продажи здание бывшего кинотеатра «Мир», земельный участок под ним и 20 га на территории завода «Велта», и теперь на этих объектах ритейлер планирует разместить собственные магазины. Вполне возможно, что «Виват» не нашел покупателя, поэтому решил самостоятельно развивать эти объекты.
- «РИАЛ» намерен на месте третьей очереди «Колизея» обустроить парковку. Как сообщает представитель компании, строительство ТЦ откладывается на 1,5 года. Причем в качестве причины задержки называется не только кризис (хотя, скорее всего, эта основная причина), но необходимость согласования проекта и разработка проектной документации.
- Арбитражный суд ввел конкурсное производство на «Судостроительном заводе «Кама». Сообщается, что инициатором банкротства выступил «Верхнекамский судостроительный комплекс» («ВСК»), которому «Кама» задолжала 16 млн. руб. Общие обязательства банкротного предприятия оцениваются в 144 млн. руб., а активы – в 129 млн. руб. Таким образом, активов недостаточно для исполнения всех обязательств. Основными акционерами «Камы» являются структуры «Сильвинита», которые перевели производственные активы в «ВСК».
- «Камская долина» предложила держателям облигаций реструктуризировать задолженность. Компания предлагает выплатить держателям облигация сразу 10%, а остальное – обменять на новые облигации сроком обращения 1,5 года и с купоном в 18% от номинала, которые будут выплачиваться ежеквартально. Облигация будет амортизируемой: 5% номинала гасится с первым купоном, 10% - со вторым, 15% - с третьим, по 20% с четвертым и пятым купонами, 30% - с шестым купоном. По нашим расчетам, по цене последней сделки чуть ниже 85% от номинала реструктуризация предполагает доходность в 52% годовых, что на наш взгляд, является очень низкой. Для сравнения, облигации более качественных эмитентов торгуются с доходностью более 100% годовых. Поэтому мы не исключаем, что большая часть держателей облигаций может не согласиться с реструктуризацией, и будет судиться с «Камской долиной».
- Очередной аукцион на покупку жилья в Перми признан несостоявшимся из-за того, что заявка единственного участника – «Австром» не удовлетворила требованиям аукциона. В ходе аукциона планировалось приобрести 59 квартир по цене 33,6 тыс. руб. за метр.
- «Галоген» не выплатит дивиденды по итогам 2008 года из-за убытка в размере 85,4 млн. руб.

## 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.