

Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 2 октября 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ММК	22.895	7.3%
ОГК-3 ао	1.4	6.5%
Магнит ао	1883	4.9%
Сургнфгз-п	11.7	4.5%
Газпрнефть	130.11	3.4%
ОГК-5 ао	1.631	3.1%
ЛУКОЙЛ	1673	2.7%
Уркалий-ао	116.97	2.7%
СевСт-ао	241.25	2.6%
Татнфт Зао	128.6	2.2%
ГМКНорник	3783.4	1.6%
Татнфт Зап	46.57	1.2%
Новатэк ао	128.4	1.1%
ВТБ ао	0.0562	1.1%
УралСвИ-ао	0.666	0.9%
ФСК ЕЭС ао	0.354	0.9%
Сургнфгз	25.823	0.8%
ГАЗПРОМ ао	175.97	0.6%
РусГидро	1.049	0.6%
Роснефть	227.5	0.4%
Ростел -ап	45.87	0.4%
ПолюсЗолот	1345.2	0.2%
Транснф ап	24615	0.2%
Сбербанк	59.95	0.1%
Сбербанк-п	36.98	0.0%
МТС-ао	201.98	-0.1%
Аэрофлот	44.96	-1.4%
Ростел -ао	141.92	-1.9%
Система ао	15.66	-2.2%
РБК ИС-ао	46.15	-7.1%

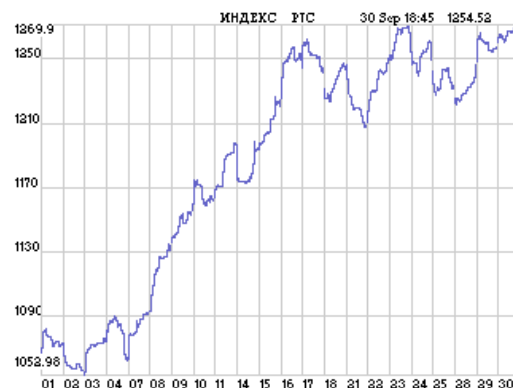
остановился экономический рост – индекс сконструирован таким образом, что его значение выше 50 говорит о росте, и он продолжается. На втором графике приведен субиндекс JPMorgan manufacturing global PMI output, измеряющий выпуск промышленности, что делается на базе этих же опросов (черная линия, левая шкала). Серая линия на графике это оценка промышленного роста на базе национальной статистики разных стран, сведенная в мировой индекс (так, что значение 50 субиндекса выпуска соответствует нулевым темпам роста выпуска промышленности). Статистика по промышленности в разных странах выходит ежемесячно, но с запозданием, и субиндекс JPMorgan output предсказывает некоторое замедление выпуска в сентябре. Тем не менее, рост сохраняется. JPMorgan Global основан на опросах в 26 странах, покрывающий около 7.5 тыс. представителей бизнеса, что вместе дает 83% всего промышленного выпуска мира (к слову, США имеет вес в индексе 30.5%, Еврозона – 18.7%, Япония – 13.9%, Китай – всего 4.9%, а Россия – 0.9%)

Все то же, все там же. Российский фондовый рынок залип на одном месте, котировки то растут, то падают, но уже больше двух недель остается в районе посткризисных максимумов. Примерно то же происходит с курсом рубля, который торгуется слегка выше уровня в 30 рублей за доллар, не спеша «пробить» его. Цены на нефть также колеблются вокруг отметки в \$70/баррель (\$68.7 Brent, \$70.8 - WTI). По итогам вчерашнего дня индекс ММВБ вырос на 1% и российские бумаги скорее шли за нефтью, чем за мировыми индексами.

Сегодня российские акции могут «отреагировать» на падение американских и азиатских акций (снизившихся примерно на 2%). За ночь доллар укрепился к большинству валют (или они упали к доллару, что тоже самое), растет йена – это традиционная реакция рынков в период обострения страхов. Комментарии сводятся к старой песне, что акции слишком сильно выросли, обогнали экономическое восстановление. По большому счету, все это обычная рыночная суeta, коррекция.

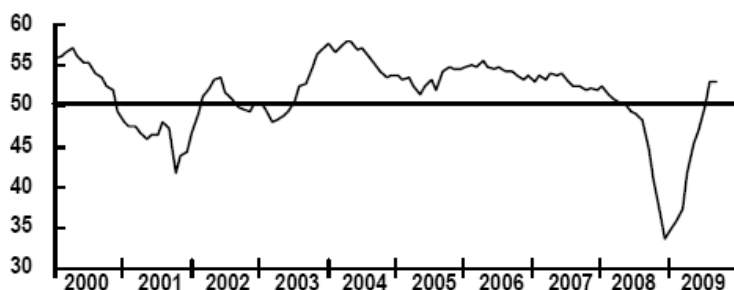
На сайте Markit продолжают публиковаться пресс-релизы новостей о состоянии бизнеса по разным странам в сентябре. Данные опросов глобальной промышленности говорят, что рост продолжается. Верхний индекс на графике справа **JPMorgan Global PMI manufacturing** по промышленности говорит, что нарастание оптимизма в сентябре прекратилось. Это не означает, что

Рынки накануне:



JPMorgan Global Manufacturing PMI

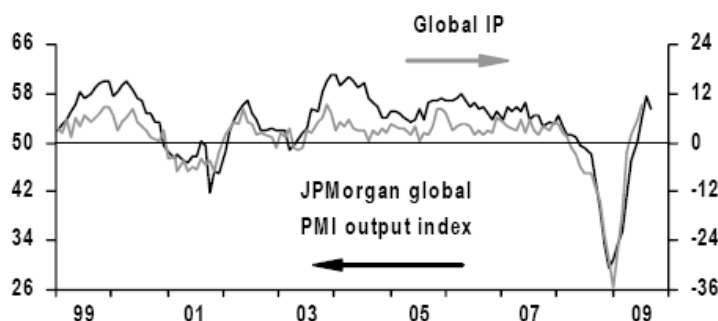
DI, sa



Global manufacturing output

DI, sa

%3m, saar



Вчера Росстат опубликовал (наконец-то!) **покомпонентную разбивку ВВП РФ 2-го квартала 2009 года по расходам**. Она ценна тем, что позволяет понять, в какой составляющей происходит падение и, напомним, что в 1-м квартале 2008 года падение на 6/7 объяснялось всего одной компонентой – снижением запасов. В 1-м квартале ВВП упал на 9.8%, тогда как запасы утянули ВВП на 8.5%, и лишь 1.3% падения ВВП пришлось на другие компоненты. Данные за 2-й квартал подтверждают эту картину. ВВП за период упал на 10.9% (по сравнению с аналогичным периодом прошлого года). В таблице выше мы приводим наши расчеты. ВВП состоит из трех составляющих – конечное потребление [включающее в себя домохозяйства (С) и потребление государства (G)], валовое накопление [то есть инвестиции (I)] и чистый экспорт. Последняя компонента, чистый экспорт, внесла положительный вклад +5.4%, за счет резкого падения импорта (который в расчетах ВВП идет со знаком минус: $GDP = C + I + G + (Export - Import)$). Конечное потребление внесло вклад в минус 3%.

Но наиболее интересная компонента – инвестиции (или «валовое накопление» в терминах статистиков). Инвестиции состоят из двух важнейших компонентов – инвестиции в основной капитал (т.н. «валовое накопление основного капитала») и инвестиции в оборотный капитал («изменение запасов» в нашей таблице). Итак, изменение запасов внесло вклад в -9.6% падения всего ВВП 2 кв 2009 из всего падения 10.9%, а это дает вклад в 88%. Всего лишь 1.3% падения ВВП приходится на другие компоненты.

Таким образом, подтверждается картина 1-го квартала, Россия продолжает переживать «запасное» падение. Мы уверены, что это есть проявление слишком жесткой денежной политики ЦБ РФ, которая ограничила рублевый кредит (конечно, есть вклад и мирового кризиса). В этих условиях, чтобы расплатиться с банками, получить необходимые для работы наличные, предприятия были вынуждены распродавать то, что могли. Магазины сокращали объемы товаров в торговых залах, промышленные предприятия сокращали объем материалов в переработке, объем готовых изделий на продажу, превращая эти запасы в необходимые наличные.

С точки зрения статистиков сокращение объема запасов в экономике выглядит как отрицательная инвестиция. В базовом периоде, 2-м квартале 2008 года, с которым проводится сравнение, российский бизнес вкладывался в запасы – объем вложений составил +480 млрд. рублей в ценах этого периода. Тогда как в исследуемом 2-м квартале 2009 года бизнес их распродавал, отрицательная инвестиция составляет *минус* 460 млрд. рублей. В итоге мы имеем большой минус порядка 200% (поскольку цены периодов разные, должен быть учтен дефлятор запасов, что даст -204%).

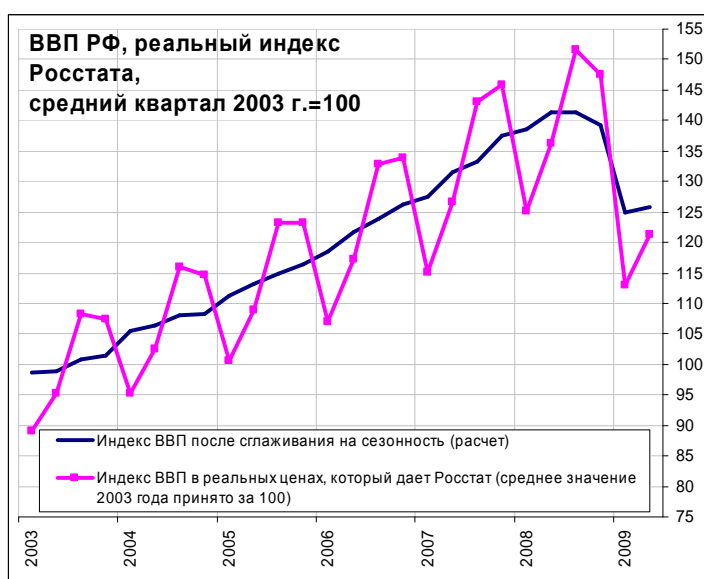
Парадоксально, как может показаться на первый взгляд, эти данные придают нам оптимизма. «Реальное» падение ВВП квартала составляет всего 1.3% год к году, а снижение запасов может легко развернуться обратно, как только ситуация с кредитованием нормализуется окончательно.

Мы также остаемся оптимистичными в отношении акций. Сегодня Блумберг публикует целую подборку оптимистических статей о том, как замечательны акции Восточной Европы и России в частности. Марк Мобиус вчера сообщил, что до сих пор покупает «Газпром» даже после того, как котировки монополии выросли на 64% в этом году. Причина – акция сравнительно дешева. Мобиус сравнивает «Газпром» с акциями производителей газа ConocoPhillips и EnCana Corp, которые торгуются примерно в 2 раза дороже по мультипликаторам.

Так, «Газпром» и «ЛУКОЙЛ» сейчас торгуется примерно с мультипликатором 6-7 к ожидаемой прибыли ближайшего года и это уже со снизившейся нефтью. Мы полагаем, что вполне можно ожидать примерно двукратного роста до целевого мультипликатора P/E 10-14.

Компонента ВВП	Вес 2к08	2 кв. YoY	Вклад
Валовой внутренний продукт	100%	-10,9%	-10,9%
Расходы на конечное потребление	65%	-4,6%	-3,0%
- домашних хозяйств	47%	-7,0%	-3,3%
- государственного управления	17%	2,0%	0,3%
- НКО обсл. домашние хозяйства	1%	-1,8%	0,0%
Валовое накопление	26%	-55,0%	-14,2%
- валовое накопление осн. капитала	21%	-21,7%	-4,6%
- изменение запасов	5%	-204%	-9,6%
Чистый экспорт	10%	52,1%	5,4%
- Экспорт	32%	-9,0%	-2,9%
- Импорт	22%	-37,9%	-8,3%
Статистическое расхождение	-1%	n/a	0%

88% падения ВВП - изменение запасов, 12% - остальное



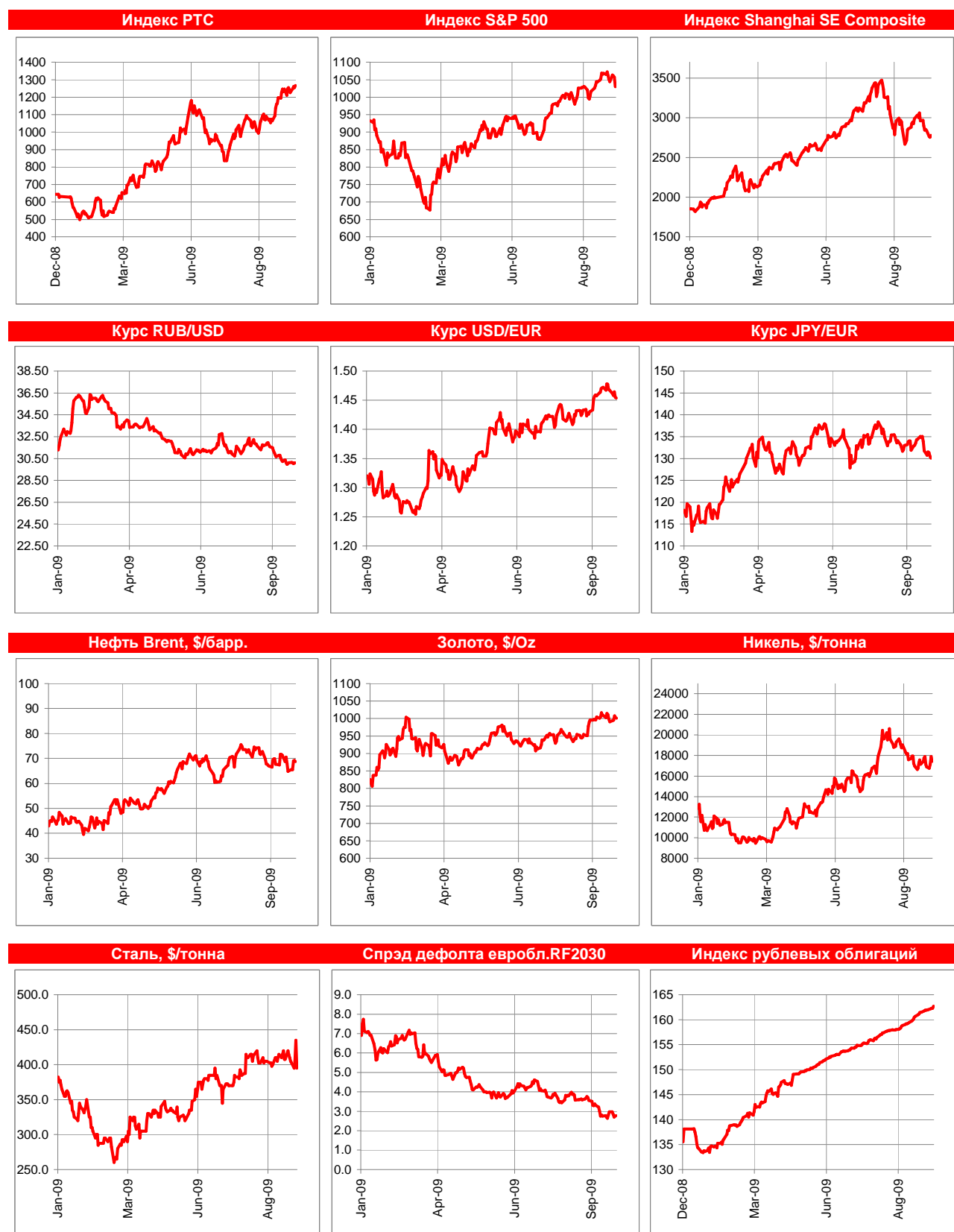
Вкратце:

- К заявлениям чиновников о том, что государство может уменьшить свое участие в госкомпаниях, присоединилась и «Интер РАО». Глава компании на форуме «Россия зовет!» заявил, что они могут продать принадлежащие им пакеты акций энергокомпаний, но при условии, что государство сохранит 51% в «Интер РАО». Это может случиться в течение 3-4 лет, когда рынок полностью восстановится.
- «ОГК-1» по итогам первого полугодия увеличила прибыль по МСФО в 6,6 раза до \$61,3 млн. При этом выручка компании снизилась на 6,1% до \$751 млн. Рост прибыли произошел благодаря инвестсоставляющей тарифа и отложенному росту цен на газ.
- «Камаз» и Daimler на паритетной основе создают СП, которое будет выпускать грузовики Mercedes-Benz на площадке российского автопроизводителя. Модельный ряд и требуемый объем инвестиций пока не определен. Также «Камаз» ведет переговоры с Mitsubishi Fuso (Daimler владеет 85%) по созданию СП для выпуска легких грузовиков.
- Агентство Fitch Ratings подтвердило долгосрочные рейтинги «Газпрома» на уровне «BBB» с прогнозом «Негативный». Как объясняет агентство, рейтинги газового монополиста сдерживаются суверенным рейтингом России /BBB/прогноз «Негативный».
- АФК «Система» сообщила, что рассмотрит вопрос о продаже «Башнефти» контроля в пяти предприятиях башкирского ТЭКа. Таким образом, в качестве центра консолидации «Система» выбрала «Башнефть». Для того чтобы выкупить доли «Системы», нефтяная компания намерена выпустить облигации на \$1,67 млрд. Также вчера «Система» объявила оферту по «Башнефти» по 286,5 руб. за акцию. Сейчас на рынке акции торгуются по 390 руб., поэтому вряд ли миноритарии предъявят бумаги к выкупу.
- Экспортные пошлины на нефтепродукты могут быть унифицированы уже 1 января 2010 года, а не 2012 года, как планировалось ранее. По словам замминистра экономического развития А. Слепнева предполагается, что пошлина составит 55% от цены. Сейчас пошлины на светлые и темные нефтепродукты устанавливаются отдельно, и текущие пошлины составляют 52-53% от корзины нефтепродуктов. Таким образом, после введения унифицированной пошлины, налоговая нагрузка на нефтяные компании несколько возрастет, но сделает более выгодным экспорт светлых нефтепродуктов.
- «Райффайзенбанк» вчера подал иск признать банкротом «РБК», однако спустя несколько часов он был отозван. Как объясняют в банке, это связано с тем, что они «ведут переговоры о реструктуризации долга «РБК» и надеются на успешное завершение в ближайшее время». Не исключено, что «Райффайзенбанк» попытается повторить опыт «Альфа-банка», когда после того, как банк изъявил желание подать иск на «дочки» «Русала», алюминиевая компания сразу погасила свои долги перед «Альфа-банком».

Местное:

- Газета «Коммерсант» пишет, что в суд ввел процедуру наблюдения в отношении «Ин-Авто», входящего в холдинг «Верра-Моторс». По материалам суда, общая задолженность предприятия составляет 3,3 млрд. руб.
- Тарифы на перевозку метанола для «Метафракса» будут снижены с 1 октября и до конца 2009 года. Скидка составит \$8 за тонну (ж/д тариф для компании составляет \$46,8), но при условии, что компания вывезет на экспорт 110 тыс. тонн метанола. В «Метафраксе» называют условия невыполнимыми, так как в случае ее реализации российский рынок будет испытывать дефицит метанола. Сейчас «Метафракс» добивается понижения тарифов и в 2010 году.
- «Коммерсант» сегодня публикует интервью с владельцем «РАТМ Холдинга» Э.Тараном. По его словам, они готовы покупать цементные активы по цене в \$80 млн. за 1 млн. тонн мощности. Получается, что по этим ценам «Горнозаводскцемент» с мощностью в 1,05 млн. тонн в год должен стоить \$84 млн. Справедливая цена цементных мощностей по нашим расчетам составляет \$120 млн. за 1 млн. тонн выпуска, что предполагает стоимость «Горнозаводскцемента» в \$126 млн. Заметим, что в прессе часто появляются сообщения о том, что мощность «Горнозаводскцемента» составляет 2,4 млн. тонн в год. Однако реально завод в состоянии производить только 1 млн., иначе почему, когда наблюдался дефицит цемента в 2006-2007 гг. и цены были высокими, они выпускали только 1 млн. тонн в год?

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.