

## Оперативный обзор фондового рынка

среда, 6 мая 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Система ао	10.555	5.3%
<b>ГАЗПРОМ ао</b>	161.3	4.0%
ПолюсЗолот	1419	3.3%
Новатэк ао	114.99	2.9%
Сбербанк-п	18.94	2.4%
ВТБ ао	0.0332	1.2%
СевСт-ао	143	1.2%
Татнфт Зап	45.1	1.2%
Уркалий-ао	82.5	0.6%
МТС-ао	173.48	0.5%
<b>ГМКНорник</b>	2903	0.2%
Аэрофлот	35	0.0%
<b>Татнфт Зао</b>	104.8	-0.1%
Сургнфгз-п	10.642	-0.9%
<b>Сургнфгз</b>	24	-1.0%
Ростел -ао	302.85	-1.2%
<b>Газпрнефть</b>	92.07	-1.3%
<b>Сбербанк</b>	28.87	-1.4%
РусГидро	0.935	-1.6%
РБК ИС-ао	35.8	-1.7%
ОГК-5 ао	1.007	-1.9%
ММК	11.298	-1.9%
Магнит ао	1060	-2.0%
<b>Роснефть</b>	177.82	-2.2%
Ростел -ап	36.81	-2.8%
<b>ЛУКОЙЛ</b>	1504	-2.9%
<b>Транснф ап</b>	14500	-3.6%
УралСВИ-ао	0.375	-3.6%
ФСК ЕЭС ао	0.212	-4.5%
ОГК-3 ао	1.007	-7.2%

Среди ликвидных акций вчера удивил только «Газпром», поднявшись на 4%. Формально индексы находятся на новых исторических максимумах, однако им не удалось заметно оторваться от уровней предыдущего дня. Сегодня мировые рынки продолжают ожидать результатов стресс-тестирования американских банков (будет объявлено 7-го мая) и на этой волне отмечается небольшое ухудшение конъюнктуры. Исходя из

просачивающихся слухов, ряду банков понадобится новый капитал, наихудшее положение по слухам у Bank of America, которому потребуется вливания в размере \$34 млрд., у остальных банков дела получше. В итоге, йена и доллар ночью немного выросли, американские казначейские облигации также растут, а американские акции чуть упали. Все это отдаленно напоминает период страхов прошлых лет, но речи об обвале не идет, просто легкое ухудшение конъюнктуры. Есть обычная человеческая черта, фиксироваться на определенном событии, сейчас ожидаются данные стресс-тестов, которые, очень вероятно, будут позабыты в течение нескольких дней. Мы хотим напомнить, что есть более важные факторы, чем выходящие новости, а именно, общая дешевизна акций.

*Мы хотим напомнить, что есть более важные факторы, чем выходящие новости, а именно, общая дешевизна акций. В этой связи, мы ожидаем, что рост российского рынка акций продолжится до конца года.*

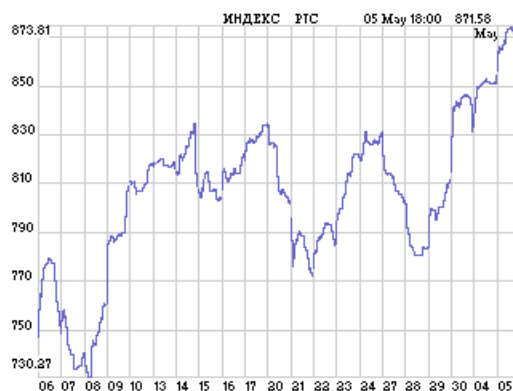
*Если вспомнить, что предыдущий максимум в 2500 был почти год назад (19 мая), а сейчас индекс составляет 871 пункт, то для восстановления до максимума потребуется трехкратный рост. Предвидим возражения, что индекс РТС в 2500 был чрезмерным, что это был «пузырь». Это не так, даже в прошлом мае большинство российских акций не были слишком дорогими, их по критерию оцененности даже нельзя сравнивать с пузырями типа NASDAQ 2000 года. Возможно, некоторые акции были дороги, вроде банков (и ВТБ, в частности, с P/BV=3...4), но это не означает, что уровни прошлого мая всего рынка были неоправданными. Да, тогда цены на нефть были высокими, и в июле достигли \$150 за баррель. Но даже в прошлом мае большинство аналитиков (и мы также) исходили из оценок долгосрочной цены на нефть в районе \$60-\$80 за баррель, никак не выше. И даже в мае при индексе РТС 2500 у нефтяных компаний имелся небольшой потенциал для роста. Повторимся еще раз, фондовый рынок России обречен на быстрый рост, сравнимый по темпам с взлетом 1999-2007 годов. Подумайте только, одно восстановление до предыдущих максимумов с текущих уровней будет означать трехкратный рост.*

*Но не все так просто, фондовые рынки не растут линейно, мы еще не раз увидим резкие колебания, необъяснимые взлеты и провалы. Предсказать их не может никто, так зачем вообще обращать на них внимание?*

### Вкратце:

- Сегодня «Ведомости» смакуют вчерашнюю фразу президента Д.Медведева «Надо признаться откровенно: прямая государственная поддержка фондового рынка ни к чему не привела». Речь идет о покупках в размере 175 млрд. рублей акций и облигаций на российском рынке с октября по декабрь 2008 года. Нам не слишком понятно, что значит «ни к чему не привела», поскольку покупки на этих уровнях по текущим ценам акций, в среднем (что покупало государство в лице ВЭБ не известно), обернулись более чем 50% абсолютной прибылью в долларах, не говоря о рублевой доходности. Очень вероятно, что некие президентские советники подают информацию в искаженном виде, и следствием этого являются подобные фразы. Во время Азиатского кризиса 1998 года ряд хедж-фондов (с участием Сороса) проводил атаку на Гонконг, страну,

### Рынки накануне:



которая в то время жестко привязывала свою валюту к доллару США. Подобная игра называется «double play» (двойная игра), и технически осуществляется так. Внутри страны занимают акции и продаются в короткую. Выручка, полученная от продажи акций, конвертируется в твердую валюту. Таким образом, создается давление на валютном рынке, на которое вынужден реагировать центробанк страны, продавая резервы. Чтобы предотвратить атаку на собственную валюту, центробанку ничего не остается, как зажать внутреннюю ликвидность, поднять ставки. Это ударяет по местному бизнесу, и вызывает падение котировок местных акций. Казалось бы, игра беспроегрышная – либо валюту отпустят (тогда будет выигрыш на курсе), либо ставки поднимут (тогда сыграют короткие позиции против акций). Гонконг тогда отбил атаку неортодоксальным способом – монетарные власти стали покупать акции внутренних предприятий, валютный курс не был ослаблен. Это заставило хедж-фонды закрыть с убытком короткие позиции по акциям, а стране отбить спекулятивную атаку.

Мы пишем все это для того, чтобы показать, что покупки акций на правительственные деньги не всегда бывают ненужными, а иногда и полезными. Мы не знаем, была ли вообще предпринята подобная игра на российском рынке, но желание правительства покупать акции, хотя бы даже не реализованное, возможно предотвратило еще больший обвал котировок и рубля в нашей стране (осознанно или нет). Правительство РФ, как минимум ничего не потеряло. А общий недостаток внимания к финансовому и фондовому рынку страны удручает. Также удручает непонимание правительством места рынка в экономике, ряд законов и регулирующих структур остаются крайне убогими (взять хотя бы доступные для инвестирования пенсионных резервов списки акций, отсутствие важных законов, например, об инсайде). Без этого, российский рынок останется вотчиной иностранных инвесторов, которые владеют порядка 2/3 до 3/4 акций в свободном обращении (free-float), в то время как несколько сотен тысяч россиян из 142 млн. человек как-то инвестируют в акции.

- Вчера же появились новости, показывающие насколько правительство не понимает сути фондового рынка. Банк «ВТБ» вчера подтвердил, что может компенсировать курсовые потери своим миноритариям. По словам представителя банка, компенсация будет касаться только акционеров, купивших акции на IPO и не продавших до сих пор, причем сумма будет ограничена 300 тыс. рублей. Выкуп будет проводиться по цене размещения (двухлетней давности) по 13.6 коп. за акцию, вчерашняя цена 3.3 коп. По оценкам банка, такие акционеры держат бумаги на сумму, исчисляемую несколькими десятками миллионов долларов. С нашей точки зрения, это означает, что потери одних акционеров будут компенсированы за счет остальных и это может вызвать недовольство уже у институциональных инвесторов. Фактически, есть конфликт интересов – почему это некоторые инвесторы ВТБ должны компенсировать потери других инвесторов?

Конечно, есть неприятные моменты, связанные с этим размещением – правительство, фактически, провело массовую акцию по привлечению граждан. Можно вспомнить фразу Путина про то, что ВТБ «надежный банк» (технически, это не означает прибыль от участия IPO, но простой народ был одурачен). Правительство само решило продавать акции по столь высокой цене (мы тогда искренне считали цену завышенной, и полагали, что в банковских бумагах в то время был микро-пузырь).

Если и заманивать простых россиян на фондовый рынок, то лучшего времени, чем сейчас трудно придумать. Покупки сейчас гораздо более «надежны», чем на былых вершинах. Покупка того же самого ВТБ, скорее всего будет прибыльной (правда, есть риск связанный с предстоящим новым размещением, чтобы закрыть дыру от плохих долгов).

- «Норникель» продал 27,69% акций «ТГК-14» «Энергопромсбыту» (51% принадлежит «РЖД», 49% - у «ЕСН»). Точная сумма сделки не называется, но сообщается, что она заключена на «рыночных условиях». По вчерашним котировкам – это около 1 млрд. руб. В результате этой сделки, доля «Энегопромсбыта» в «ТГК-14» выросла до 76,94% и должны объявить оферту остальным акционерам. Однако у компании уже был опыт не объявлять оферту после покупки крупного пакета, поэтому вполне возможно, что и сейчас ее не будет. Если «Энергопромсбыт» не объявит оферту, то она сможет голосовать только 30% пакетом акций, что составляет 56,5% от всех голосующих. Таким образом, даже со 30%-ым голосующим пакетом «Энергопромсбыт» контролирует более половины голосов.
- Очередная статистика Центробанка по банковской системе РФ показывает, что ситуация с этой сфере продолжает ухудшаться. По данным Центробанка, активы банковской системы за март месяц сократились на 2,3%, а капитал по итогам квартал вырос на 2,4%, а за март – на 0,7%. Основными источниками роста капитала стали субординированные кредиты, которые были предоставлены банкам. По оценкам, без этих кредитов, капитал банковской системе упал бы на 3% за первый квартал. Также в статистика Центробанка показывает замедление темпов роста просрочки по кредитам, однако мы считаем, что это связано не с тем, что стали лучше платить, а тем, что банки научились скрывать просрочку. Также сое давление на результаты банков оказывает и завершение девальвации рубля, в марте от переоценок валютных позиций банки получили убытки. Мы ожидаем, что ситуация в банковской системе продолжит ухудшаться из-за убытков по валютным позициям и роста просрочки по кредитам.

## Местное:

- Городская администрация 13 мая проведет очередной аукцион по покупке жилья. Всего планируется приобрести 922,6 кв.м. по начальной цене в 33,6 тыс. руб. за метр. Кроме администрации, жилье в Перми планирует купить и Минобороны по такой же начальной цене.

- Один из крупнейших мукомольных заводов в России «Пермский мукомольный завод» по итогам первого квартала получил 2,91 млн. руб. прибыли, что в 3,5 раза ниже прошлогодних результатов. Падение прибыли завод объясняет снижением цен на готовую продукцию.

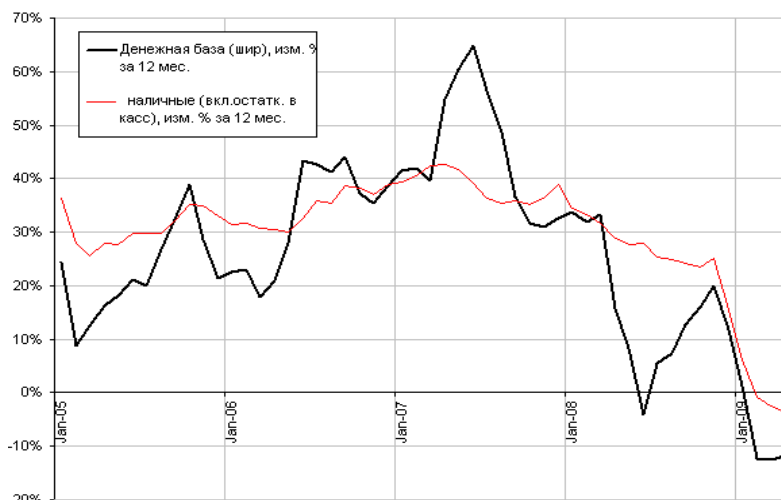
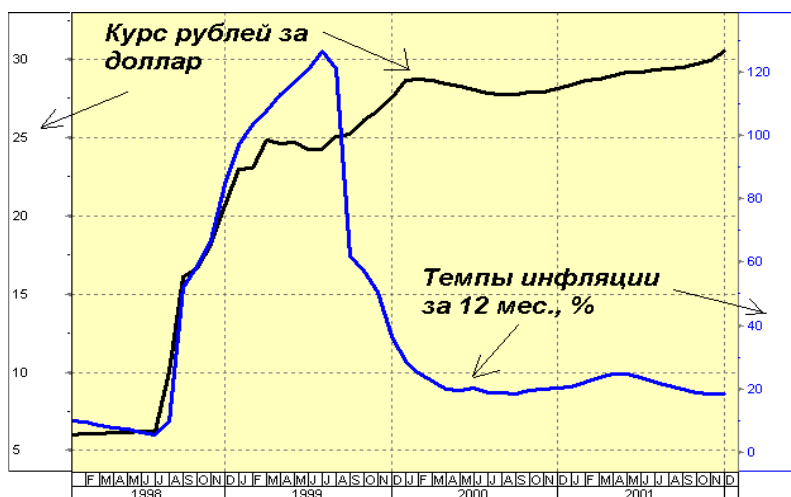
## Напоследок:

- Инфляция в России продолжает замедляться и по итогам апреля она составила 0,7%. За период апрель 08-апрель 09 инфляция составила 13,2%, в то время как за март 08 - март 09 она равнялась 14%. Таким образом, инфляция падает. Небольшой разгон цен после девальвации был оправданным - импортные товары подорожали (примерно на 50% вырос курс с 23 до 36 руб.за доллар).

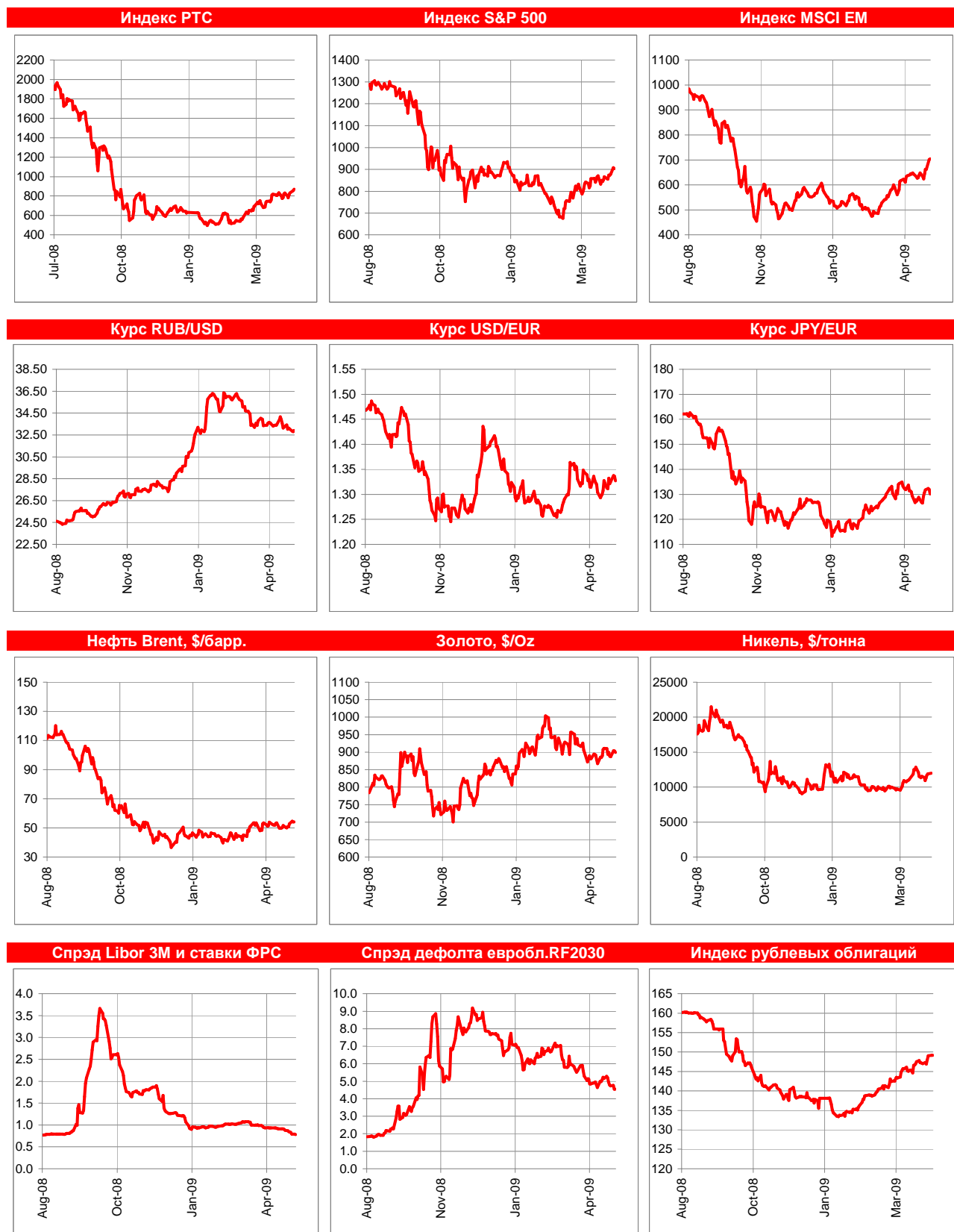
Ниже приведен график инфляции и курса после девальвации 98-го года. Тогда цены разогнались до своего циклического пика в 120% к середине 1999 года. Правда, и масштаб девальвации был большим. Чтобы понять разницу тогда и сейчас, вероятно, следует взглянуть на темпы роста денежной массы. После дефолта правительство и ЦБ решили, что инфляция не является большой проблемой и преспокойно печатали деньги. В настоящее время, денежная база остается зажатой (см график изменения денежной базы ниже, где видно, что количество рублей в денежной базе, включая наличные, заметно ниже прошлогоднего)

Итак, девальвация не так значительно сказалась на ценах. Это показывает, что количество рублей в экономике оказывает куда большее влияние на цены (не удивительно!), чем валютный курс.

Похоже, что инфляция в нашей стране прошла локальный постдевальвационный пик и, похоже, будет падать. Мы полагаем, что в этом году инфляция будет ниже, чем в прошлом, 2008 году (13,3%). Есть некоторые аналитики (Ципляева из Мерил Личн), которые прогнозируют инфляцию в этом году на уровне 9%, что пока кажется перебором (с начала года до конца апреля цены уже выросли на 6.2%).



## 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.