

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 14 октября 2009 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

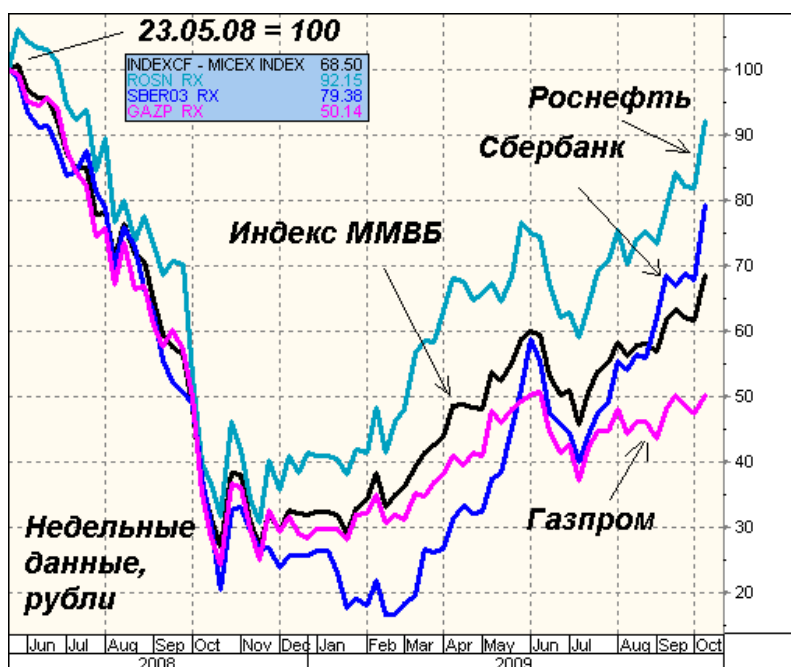
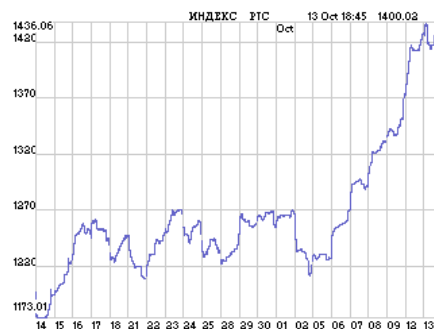
Бумага	Посл.	%
ОГК-5 ао	2.72	20.8%
ОГК-3 ао	1.779	8.9%
РусГидро	1.175	4.3%
Ростел -ап	54.79	3.1%
УралСвИ-ао	0.708	1.6%
Аэрофлот	43.53	1.2%
Ураллий-ао	126	1.2%
ПолусЗолот	1510	0.8%
Система ао	17.8	0.4%
Магнит ао	1776	0.1%
СевСт-ао	237	0.1%
Ростел -ао	144.5	-0.5%
МТС-ао	210	-0.9%
ГАЗПРОМ ао	190.5	-1.0%
Газпрнефть	162.2	-1.7%
Татнефть Зап	52.6	-2.0%
Новатэк ао	140.6	-2.4%
Татнефть Зао	137.8	-2.5%
Сургутнефть	27.69	-2.7%
Сургутнефть-п	12.91	-2.7%
ФСК ЕЭС ао	0.354	-2.8%
РБК ИС-ао	45.8	-3.0%
Сбербанк	68.36	-3.1%
ММК	22.55	-3.2%
ЛУКОЙЛ	1886	-3.5%
Транснефть ап	26710	-3.9%
ГМК Норник	3915	-4.2%
ВТБ ао	0.069	-4.5%
Роснефть	242.2	-4.9%
Сбербанк-п	41.35	-5.3%

Волатильность и неустойчивость рынка закономерна после того, как он забрался на новые посткризисные максимумы. Можно предполагать, что многие спекулянты чувствуют себя здесь неуверенно. Все-таки, так дорого акции стоили лишь до кризиса, а все, что было до кризиса, воспринимается как нечто не настоящее или неправильное. Многие участники считают, что на исторических максимумах 2008 года акции в стране представляли собой пузырь (мы с этим не согласны). Некоторые считают, что докризисный экономический рост США, России или всего мира был неоправданным, вызванный «избыточным потреблением», «пирамидой долгов» и так далее. Готовность продавать акции при малейшем шорохе еще долго будет сохраняться на рынке и волатильность обязательно будет. Мы очень удивимся, если ожидаемый нами дальнейший рост будет идти без глубоких откатов, скорее всего рынок не раз предоставит участникам возможность перепугаться. Большая волатильность сейчас это норма.

Вчерашняя разница между максимумом и минимумом очень велика – порядка 5%. Обороты торгов очень большие, на грани рекордных. На ММВБ прошло 103 млрд. рублей. При условной средней комиссии 0.03% с оборота, взимаемой с обеих сторон сделки (продавцов и покупателей), инфраструктура рынка (биржа и брокеры) вчера заработала 60 млн. рублей. Это без учета НДС, которое получит государство. Максимальный оборот был зарегистрирован в начале июня 2008 года (на максимумах рынка) – 120 млрд. рублей, но тогда рынок был почти в 2 раза выше, т.е. в 2 раза дороже.

Ситуация во втором эшелоне сильно успокоилась. В августе-сентябре в неликвидных бумагах наблюдался ажиотаж, и прошла первая волна, оторвавшая многие неликвидные бумаги от их «дна». Рост котировок, случившийся в начале октября, концентрировался уже преимущественно в ликвидных акциях, второй эшелон «уснул». И некоторые ликвидные бумаги уже начали вызывать вопросы. Справа приведен нормированный график движения некоторых акций, а также индекс ММВБ. Данные нормированы 23 мая 2008, что близко к максимуму. «Роснефть» ведет себя лучше других ликвидных акций и до исторического рублевого максимума ей остается крайне немного. Ее оцененность Est P/E=9.6 (по ожидаемой прибыли 2010 года, данные Bloomberg) заметно выше газпромовских 6.4 и лукойловских 7. Не то, что бы P/E=10 нам казался дорогим, вопрос в том, почему «Роснефть» так обгоняет другие бумаги. Поэтому сейчас мы бы предпочли «ЛУКОЙЛ» «Роснефти».

У нас также вызывает вопросы движение «Сбербанка». Эта бумага упала гораздо глубже других акций во время кризиса. Масштаб падения на графике не полный, поскольку максимум Сбербанка был не в мае 2008 года, а летом 2007 года



(по нашему мнению, тогда банки в России были сильно переоценены). В настоящее время «Сбербанк» торгуется с мультипликатором $P/BV=2$. «Сбербанк» в ближайшие годы может зарабатывать отдачу на капитал в районе $ROE=20\%$. С помощью линейной модели «на коленке» можно посчитать, каков должен быть справедливый мультипликатор $P/BV=(ROE-g)/(COE-g)=2.5$. Конечно, правильная модель должна учитывать массу параметров – более быстрый рост в ближайшие годы, медленный в последующие. Но мы также уверены, что «Сбербанк» не сможет до бесконечности зарабатывать столь высокую отдачу на вложенный капитал, она неуклонно снижается и будет ниже 20%. Так, в 2007 «Сбербанк» зарабатывал $ROE=37\%$ (а в 2009 будет несколько процентов) и не смог удержать отдачу настолько высокой. Причина прибыльности «Сбербанка» связана с бесконечными российскими кризисами, и он наслаждается крайне низкой ставкой пассивов (имея, в т.ч. большие бесплатные остатки на счетах предприятий). Но рынок, неминуемо будет отвоевывать у «Сбербанка» это «конкурентное» преимущество. P/BV в районе 2, с нашей точки зрения, это теоретический потолок справедливой цены «Сбербанка». Но все-таки, сейчас кризис и есть много более дешевых бумаг, чем «Сбербанк», имеющих значительно лучший потенциал.



Многие наблюдатели сейчас со страхом глядят на политику ФРС и ЕЦБ (а также других центробанков из G7). Развивающиеся страны проводят политику нулевых ставок, путем резкого увеличения денежного предложения. Это беспрецедентно, до 2008 года в истории был всего один эксперимент подобного рода – Япония проводила политику, именуемую «quantitative easing», в 2001-2005 годах. Тогда этот эксперимент не привел к ужасным последствиям, но все равно это неизведанная территория.

Итак, некоторые наблюдатели сейчас опасаются, что перенасыщение долларами (которое отражается в том, что денежная база практически удвоилась во второй половине 2008 года) приведет к инфляции или гиперинфляции. Но если мы посмотрим на старшие агрегаты – М1 и М2, то ничего подобного мы не увидим. Эти агрегаты в большей мере отражают ощущение экономическими агентами количества денег, и М2 в последние месяцы показывает нулевую или даже отрицательную динамику. Дело в том, что понятие денег в экономике крайне размыто и неоднозначно.

Другие наблюдатели занимают ровно противоположную позицию. Они боятся, что ФРС, озабоченная инфляцией, может слишком быстро ужесточить денежную политику, что приведет к экономическому спаду (можно называть ее «второй волной»). Конечно, нельзя отрицать обе опасности и это задача Бернанке провести американскую и мировую экономику между двумя опасностями.

Вкратце:

- Глава ПФР А. Дроздов сообщил, что в ноябре они начнут размещать временно свободные средства на сумму около 50 млрд. руб. на биржах. По его словам, с выбором площадки ПФР определиться на следующей неделе.
- Продолжаются дебаты вокруг законопроекта «О торговле». Вчера совладелец «Седьмого континента» В. Груздев предложил снизить порог доминирования торговых сетей до 15%. По мнению участников рынка, это фактически поставит под запрет открытие новых магазинов существующими сетями. Кроме того, Б. Грызлов предложил конкретизировать случаи, когда государство может регулировать цены на социально-значимые товары. Мы считаем, что снижение порога доминирования негативно скажется как на потребителях, так и на самих ритейлерах, так как последние не смогут открывать новые магазины и наращивать свою рыночную долю. А что касается регулирования цен на социально-значимые товары, то это ограничение ритейлеры смогут легко обойти, просто исключив такие товары из ассортимента. \
- И. Сечин вчера заявил, что Ковыктинское месторождение может быть задействовано для поставок газа в Китай. По его словам, сначала нужно договориться о цене, а потом уже подписать контракт. Как уточняет А. Миллер, ценообразование на поставки газа в Китай будет основано на «принципах, которые есть в международной

торговле». Так как для поставок газа в Китай «Газпрому» придется строить газопровод и развивать инфраструктуру, мы полагаем, что стоимость газа для Поднебесной будет соотноситься с европейскими ценами. Пока же «Газпром» ограничиться поставками СПГ со следующего года.

- ОПЕК снова повысил прогноз мирового спроса на нефть на 2009 -2010 гг. Прогноз на 2009 год повышен на 200 тыс. барр. в сутки до 84,24 млн. барр. в сутки. На 2010 год прогноз увеличен на 380 тыс. барр. в сутки до 84,93 млн. Таким образом, на фоне ожиданий увеличения спроса на нефть вряд ли нефть будет дешевой.
- А. Кудрин заявил, что в ближайшие два года могут перестать существовать по 50-100 банков ежегодно. Сейчас в России работает 1034 банка, однако из-за роста минимального размера капитала с 2010 года до 90 млн. руб., а с 2012 года – до 180 млн. руб. их число может уменьшиться. По данным «Интерфакс-ЦЭА», по итогам первого полугодия новым требованиям, которые вступают в силу с 2010 года, не соответствует 119 банков.
- Агентство Moody's прогнозирует, что объем просроченных кредитов в России к концу года достигнет отметки в \$100 млрд. (20% от общего объема кредитования). По мнению агентства, риск дальнейшей неустойчивости в банковской системе остается довольно высоким.
- «Норникель» 19 октября опубликует отчетность по МСФО за первое полугодие 2009 года.
- «Коммерсант» сегодня пишет, что «РТС» готова начинать работу с 6(!) часов утра по московскому времени. По словам предправления биржи, технологическая возможность для этого есть, и сейчас идет дискуссия, насколько это необходимо участникам рынка. Если такое решение будет принято, то не исключено, что и ММВБ начнет свою работу раньше. Сейчас торги на российских площадках начинаются в 10-30 МСК и заканчиваются в 18-45 МСК, на срочном рынке FORTS и RTS-Standard торговля идет до 23-50 МСК.
- «ОГК-3» по итогам первого полугодия нарастила прибыль по МСФО на 18% - до 3,8 млрд. руб. Выручка незначительно сократилась и составила 18,24 млрд. руб. Кроме того, компания заявила, что отвела себе год на продажу доли в Plug Power. Напомним, что в мае этого года «ОГК-3» приобрела за \$33 млн. 34,97% пакет акций этой компании.

Местное:

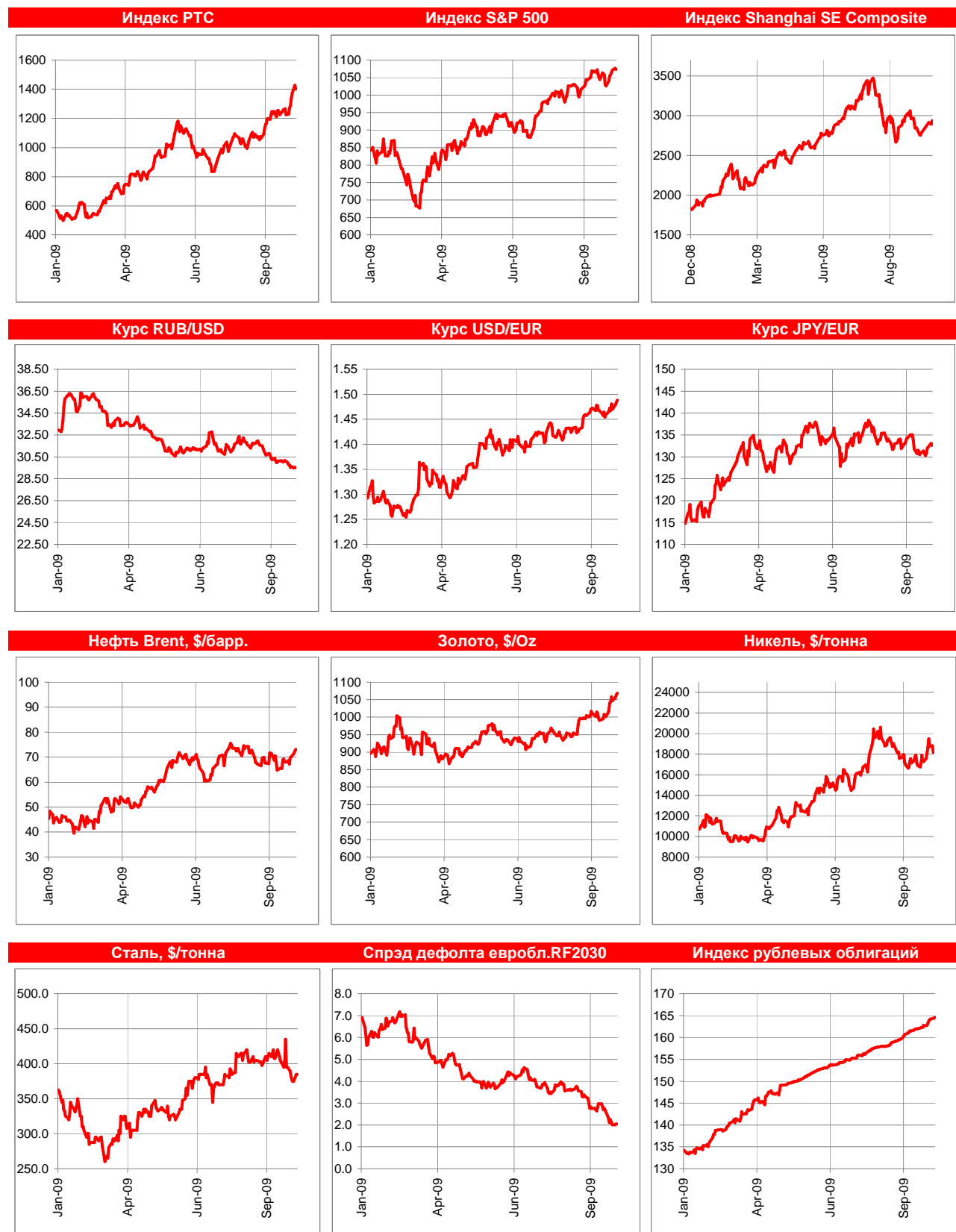
- ИФНС по Мотовилихинскому району обратилась в суд с заявлением о банкротстве «Стратегия-Лизинг». Поводом для подачи иска послужила задолженность компании по основным платежам на сумму в 11,4 млн. руб.
- «Камтрансстрой Плюс» лишился незавершенного жилого комплекса Zeppelin. Как пишет «Новый компаньон», новый собственник завершил строительство этого комплекса и уже достиг договоренности с ЗУБ СБ РФ о выделении кредита. Сейчас в отношении «Каматрансстрой Плюс» введена процедура конкурсного производства.
- Число участников НП «Западуралстрой» достигло 123 организаций. Теперь партнерство может стать СРО. Напомним, что со следующего года строительные компании не могут заниматься основной деятельностью, если не входят в СРО.
- «Коммерсант» пишет, что принадлежащие ранее ФГУП «Заводу им. Дзержинского» стадион «Дзержинец» и промплощадка №5 выставлены на продажу. По сведениям газеты, продавцом выступают структуры «РИАЛ», который принадлежит Ю. Борисовцу. Цена продажи первого объекта составляет 400-450 млн. руб., а промплощадки – 650 млн. руб. Мы считаем, что в текущих условиях вряд ли найдется покупатель на эти объекты. Кроме того, продажу стадиона может осложнить незавершенный спор с прежним арендатором.

Напоследок:

Сегодня «Ведомости» в своей передовице публикуют еще одну интересную версию, почему ЦБ РФ проводил «плавную девальвацию», вместо быстрой. Мы приводим цитату:

«Слабостью банковского надзора Тулин объясняет и выбор «плавной» девальвации рубля в 2008-2009 гг., приведший к снижению международных резервов на \$150-200 млрд: «Руководство ЦБ было практически уверено в том, что банки не соблюдают обязательный норматив открытой валютной позиции (10% капитала) и потому подвержены необычайно высокому валютному риску. В этих условиях традиционный, “экономичный” способ проведения девальвации (за одну торговую сессию) мог привести к коллапсу банковской системы»

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.