

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 15 октября 2009 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Газпромнефть	173.7	7.5%
Система ао	19	6.6%
Уркалий-ао	133.85	6.0%
ГАЗПРОМ ао	200.45	5.2%
УралСви-ао	0.747	5.1%
ПолюсЗолот	1570	4.5%
Аэрофлот	45.55	4.5%
ГМКНорНик	4111.2	4.5%
СевСт-ао	246.6	4.2%
Сургнфгз	28.781	4.1%
ЛУКОЙЛ	1942.9	3.2%
Сбербанк	70.5	3.0%
МТС-ао	215.8	2.6%
ММК	23.2	2.5%
Сбербанк-п	42.5	2.4%
Трансф ап	27460	2.4%
Сургнфгз-п	13.119	2.0%
Татнфт Зап	53	1.9%
Новатэк ао	142.67	1.8%
Татнфт Зао	139.9	1.7%
РусГидро	1.192	1.5%
РБК ИС-ао	46.2	0.9%
Роснефть	244.4	0.6%
Ростел -ао	144.94	0.5%
ВТБ ао	0.0691	0.3%
ФСК ЕЭС ао	0.353	0.3%
Ростел -ап	54.65	-0.1%
Магнит ао	1775	-0.3%
ОГК-3 ао	1.77	-0.5%
ОГК-5 ао	2.7	-0.8%

Рост акций продолжается, и вчера был обновлен посткризисный максимум. Мы считаем это движение вверх абсолютно логичным, ожидаемым и очень рады ему. Провал 2008 года, напротив, был иррациональным, необоснованным, связанным со страхами и техническими факторами (вроде «маржин-коллов», краткосрочности денег некоторых игроков). Продолжающийся рост, с нашей точки зрения - восстановление справедливости.

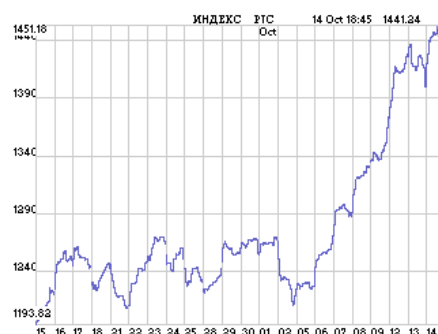
Можно пытаться рассуждать о том, что рынок слишком сильно вырос и что могут быть коррекции. Конечно, могут, они всегда случаются. Но также мы уверены, что траекторию не угадывает никто, и на фондовом рынке более важно определение направления, чем точных уровней. Вопросы, следует ли покупать акции сейчас или подождать всегда ставили нас в тупик. Текущие цены акций по-прежнему дешевы и в перспективе года - двух получение прибыли от покупки имеет огромную вероятность. С этой точки зрения любые покупки акций в 2009 году будут прибыльными долгосрочно. Но многие люди просто терпеть не могут просадки и хотят покупать на дне или на коррекции. Многие из подобных людей рискуют просто недозаработать.

Рост рынка акций приобретает самоподдерживающийся характер. Очень много людей мыслит тенденциями, экстраполируя то, что происходит сейчас. Рост рынка привлекает новых покупателей, за счет этого рост продолжается и снова привлекает новых покупателей. Точно также работает рынок вниз. До последнего времени было много людей, которые осознавали, что акции дешевы, но ждали неких сигналов. Например, от экономики, что она перестала падать. Осенью идея «конца кризиса» окончательно

завладела массами и это вызвало рост. Сейчас, похоже, есть много денег, которые ожидают провала. С этой точки зрения провалы вряд ли будут глубокими. Но после осени мы знаем, что рынок «ужасное садистское чудовище», которое еще не раз нас напугает.

Примерно также мы смотрим на курс рубля, который продолжает укрепляться и вчера показал 29.3 руб./\$. Это правильное, оправданное и давно ожидаемое нами движение. Рубль - сильная валюта. Росту, конечно, помогает поведение доллара, который продолжает снижаться к большинству валют, включая евро (почти достигнута отметка 1.5 \$/€).

Справа на графике показано движение некоторых валют, которые мы считаем в некотором роде сопоставимыми с рублем по сырьевой ориентированности экспорта. Нефтяные валюты, норвежская крона и рубль движутся в унисон. К сожалению, валютные курсы определяются движениями капитала - обвал рубля был связан не с тем, что нефть упала (торговый баланс России положителен), а с тем, что бизнес и население стало бежать из рубля. Наличие малопредсказуемой компоненты капитала делает прогнозирование курса неблагоприятным занятием (обратная ситуация - Китай, где трансграничное движение капитала ограничено). Рост валют к доллару - это точно такое же «восстановление справедливости», как и на фондовом рынке. Не следует забывать, что до сих пор остается много капитала, который переведен в доллары и евро (его можно оценить в \$170 млрд., если рассчитать разницу проданной и купленной ЦБ РФ валюты с августа 2008 года). Этот капитал в некотором смысле все больше



чувствует себя обманутым и часть из него готова вернуться в рубль. Ожидания курса в 40 руб./\$ не материализовались. Именно поэтому мы бы не ждали больших коррекций по рублю.

Акции «Газпрома» вчера поднялись до 200 рублей за акцию, впервые за год. Это знаменательное событие. На рынке акций сохраняется дешевизна, но некоторые бумаги у нас уже вызывают вопросы, банки - особенно. Вчера капитализация ВТБ по цене 7 коп. за акцию составила 730 млрд. рублей (~\$25 млрд.) Собственный капитал этого банка с учетом дополнительной эмиссии (количество акций было увеличено на 55%, они проданы по 4.8 коп.) составляет 550 млрд. рублей. Мультипликатор P/BV=1.32.

Много это или мало? А это зависит с чем сравнивать. В 2007 году, когда активно размещались акции банков на рынке (включая народное IPO ВТБ по 13.6 коп.) мультипликаторы P/BV были высокими. «Сбербанк» торговался выше 4, ВТБ выше трех. Остальные банки тогда приближались по ценам к P/BV=2...3. Сейчас «Сбербанк» торгуется с мультипликатором 2.1 и в этом смысле ВТБ «дешевле». Но мы считаем, что значения мультипликаторов банков за 2 или 3 представляли собой пузырь. Стоимость банков на таких ценах трудно обосновать моделями дисконтирования, если учитывать невысокую отдачу отрасли (кроме «Сбербанка» или временно высокой прибыли «Русского стандарта»). Банки – старая индустрия, работающая в условиях конкуренции, близкой к идеальной. А идеальная конкуренция, напомним, предполагает 1) большое количество участников 2) конкуренция в отрасли сводится к цене. Нам трудно представить неценовую конкуренцию в этой отрасли, деньги есть деньги, в них важна ставка. Неценовой характер имеет только статус «надежного банка» - Сбербанка, что позволяет ему зарабатывать ROE 20-30%.

Мы считаем нормальными цены для банков в пределах P/BV=1-2, «Сбербанк» теоретически, может иметь чуть больший мультипликатор, пока ему дают дешевые ресурсы, за счет которых он может неплохо зарабатывать. Да и то, это временная ситуация. Не следует забывать, что банки имеют тенденцию периодически объявлять большие потери. Тем не менее, рынок часто отстывает от рациональных соображений, когда дает цены на акций. Мы не удивимся, если банки продолжают расти, но участвовать ли в этом новом пузыре – каждый выбирает сам.

Вторая волна?

Сегодня – 15 октября - середина осени. Напомним, что на осень в стране намечалась «вторая волна» кризиса, которая предположительно должна была пойти от банков. Банки к этому времени должны были признать с бухгалтерской точки зрения плохие долги. Но на самом деле ничего подобного второй волне мы не видим, даже наоборот. Банковское кредитование медленно нарастает. Те, кто не платил по кредитам, не плохо платят и сейчас.

Количество действующих кредитных организаций в стране составляет 1078 штук (их количество можно видеть сразу на первой странице сайта ЦБ РФ). Совокупные активы банков в России составляют 28.3 трлн. рублей (на 1 сентября), кредитный портфель – 20.4 трлн. Для сравнения, номинальный ВВП России по 08 и 09 году составляет порядка 41 трлн. рублей. Величина плохих долгов составляет 4.8% от портфеля (см. справа фрагмент отчета ЦБ РФ). Это не так много, как предсказывалось весной (10-15%). Конечно, банки прячут плохие долги и реальный размер проблемных долгов выше. Так, агентство Moody's недавно дало оценки, что к середине года 11% кредитов были проблемными, и к концу года их число должно подняться до 20%. Акционерный капитал банковских организаций составляет 3.3 трлн. рублей, или 11.7% от величины активов. Однако банки получали субординированные кредиты, что позволило им повысить достаточность до очень высокого уровня - коэффициент достаточности по всей банковской системе составляет 18.9%. Такая цифра не предполагает, что банки перестанут кредитовать по причине недостаточности капитала. В этом смысле вторая волна не удалась.

Динамика и структура просроченной задолженности по кредитам, депозитам и прочим размещенным средствам

Показатель	1.01.08	1.01.09	1.07.09	1.08.09	1.09.09
Просроченная задолженность по кредитам, депозитам и прочим размещенным средствам, млрд.руб.	184,1	422,0	830,1	908,5	971,5
В том числе:					
→ 63,7% активное банкое					66%
- по 20 крупнейшим по величине активов кредитным организациям, млрд. руб.	120,3	274,3	549,1	585,4	641,2
Удельный вес просроченной задолженности в общей сумме кредитов, депозитов и прочих размещенных средств банковского сектора, %	1,3	2,1	4,2	4,5	4,8
Просроченная задолженность в рублях:					
• млрд.руб.	167,1	353,2	630,1	685,0	738,3
• в % от общей суммы кредитов, депозитов и прочих размещенных средств в рублях	1,6	2,5	4,5	5,0	5,4
Просроченная задолженность в иностранной валюте:					
• млрд.руб.	17,0	68,8	200,0	223,5	233,2
• в % от общей суммы кредитов, депозитов и прочих размещенных средств в иностранной валюте	0,4	1,1	3,3	3,5	3,5
• в долларовом эквиваленте, млрд. долл.	0,69	2,34	6,39	7,04	7,39

Вкратце:

- В. Путин заявил, что Россия и Китай могут рассмотреть возможность расчетов за газ, поставляемый в Поднебесную, в рублях. Также вчера появились сообщения о том, что цена на газ будет привязана к «азиатской нефтяной корзине».
- «Газпром» продолжает наращивать добычу газа. По данным ЦДУ ТЭК, добыча с началом отопительного сезона достигла 1,4 млрд. куб.м. в сутки. В последний раз такой уровень добычи был 8 месяцев назад.

- А. Кудрин вчера заявил, что российский фондовый рынок будет расти в ближайшие 5-10 лет. По его словам, в акции можно вкладывать, в том числе и пенсионные деньги.
- Золотовалютные резервы Китая в третьем квартале выросли до \$2,273 трлн., что стало новым историческим рекордом.

Вчера В.Путин заявил, что Россия не будет брать кредиты за рубежом для пополнения дефицита бюджета. Напомним, что ранее предполагалось, что на международных рынках в 2010 году будет занято несколько миллиардов долларов (это немного по сравнению с около-триллионным дефицитом). Вчера Путин заявил, что дефицит бюджета будет гаситься благодаря дополнительным доходам. Это тоже признак завершения кризиса – экономика ведет себя лучше, чем ожидалось, а это предполагает большие доходы бюджета.

- Газета «Коммерсант» сегодня публикует выдержки из письма Минпромторга относительно ситуации на «АвтоВАЗе». По мнению Минпромторга, автопроизводитель де-факто является банкротом, и тратить на его поддержку государственные средства бесполезно. Партнерство с Renault также не спасет, так как концерн не заинтересован в развитии завода. Минпромторг предлагает заводу сократить 50 тыс. работников, а средства, которые планируется выделить в виде помощи «АвтоВАЗу», направить на стабилизацию рынка труда Самарской области. Сейчас «АвтоВАЗ» рассчитывает получить в виде помощи 70 млрд. руб. В пересчете на количество увольняемых сотрудников получается сумма в 1,4 млн. руб. на человека. Как пишет газета, Минпромторг стал первым ведомством, который дал объективную оценку ситуации на заводе.

Местное:

- ОАО «Уралсвязьинформ» намерен развивать мобильный доступ в Интернет, и присматривается к сетям поколения 4G. Сейчас крупнейшая тройка операторов активно инвестирует формат 3G, поэтому намерения «УСИ» развивать 4G вполне оправданы.
- «Метафракс» продал свое охрannое агентство «Гарант». Продажу агентства компания объясняет тем, что с 2010 года предприятия, чьим профилем не является предоставление охранных услуг, не может держать на балансе охрannое агентство. Поэтому компания его продала аффилированной структуре.
- «Хенкель» планирует объединение предприятий, находящихся в составе холдинга, в единую компанию ООО «Русхенк». В нее войдет и пермский «Хенкель-ПЕМОС». Изменения будут носить юридический характер и не коснутся работников предприятия. Кроме того, вчера «Хенкель-ПЕМОС» запустил новую линию по производству жидких моющих средств Persil и «Ласка». Производственная мощность линии на 2010 год составит более 10 тыс. тонн продукции. Объем инвестиций в этот проект составил более €2,5млн.

Напоследок:

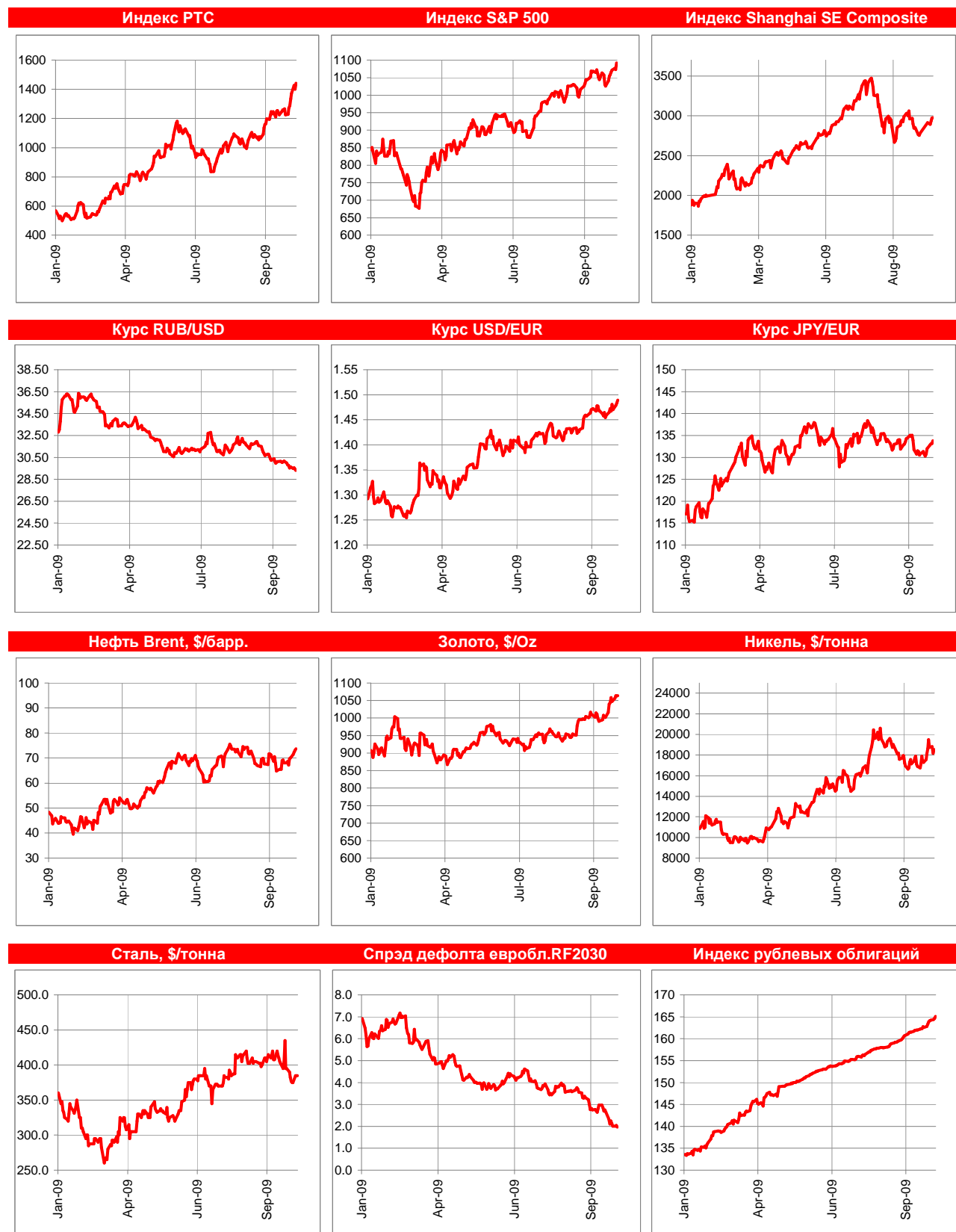
Как-то прошлой осенью мы призывали продавать недвижимость и покупать на эти деньги акции исходя из простого соотношения, приведенного ниже – индекс ИРН (средняя цена московской жилой недвижимости) деленный на цену акции ЛУКОЙЛа. Тогда разбег цен был очень большим и доходил до 200 акций/кв.м. по сравнению со средними в истории 50-60. Сейчас это соотношение нормализовалось, акции растут, недвижимость обвалилась.

Паритет восстановлен.



.LUK-SQ.M – luk shares per sq meter of mosc G-1 Monthly 2/15/00 to 10/15/09 Copyright 2009 Bloomberg Finance L.P. 15-Oct-2009 10:49:07

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.