

Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 17 июля 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ММК	17	6.8%
Сургнфгз-п	9.064	6.7%
Система ао	11.95	5.0%
ВТБ ао	0.035	3.6%
УралСви-ао	0.423	2.9%
ОГК-5 ао	1.131	1.9%
ПолусЗолот	1160	1.7%
Сбербанк-п	25.16	1.6%
РБК ИС-ао	28.48	1.6%
ГАЗПРОМ ао	146.08	1.5%
Уркалий-ао	98	1.4%
Татнефть Зао	103.99	0.7%
Ростел -ао	158.38	0.6%
МТС-ао	161.88	0.5%
Аэрофлот	29.46	0.3%
СевСт-ао	152.2	0.2%
Сургнфгз	20.7	0.2%
Газпрнефть	93.16	0.1%
ГМКНорник	2759	0.1%
Трансфл ап	14700	0.0%
ЛУКОЙЛ	1444.9	-0.1%
Роснефть	167.73	-0.1%
Сбербанк	37.37	-0.5%
Магнит ао	1088.8	-0.5%
Татнефть Зап	37.5	-1.3%
Ростел -ап	33.96	-1.5%
ОГК-3 ао	1.366	-1.7%
ФСК ЕЭС ао	0.211	-1.9%
РусГидро	1.08	-3.5%
Новатэк ао	118.25	-3.6%

Акции вчера показали волатильную сессию. Индекс ММВБ в течение дня несколько раз менял плюс на минус, и закрылся с минимальными изменениями. Некоторые акции смогли показать хороший плюс, но отраслевую специфику изменений выделить затруднительно.

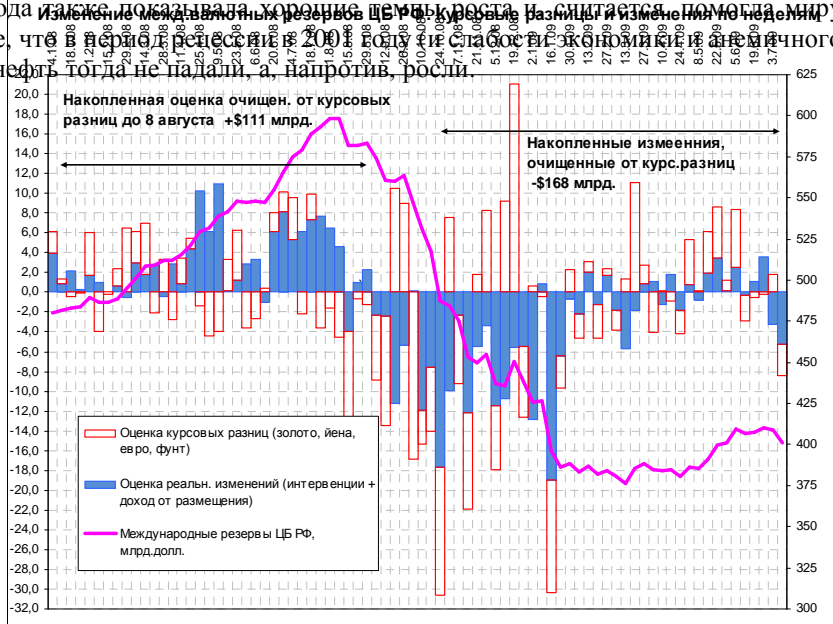
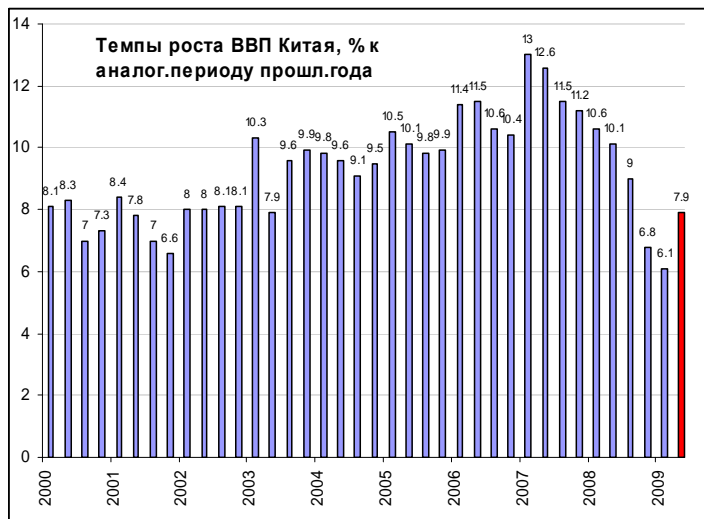
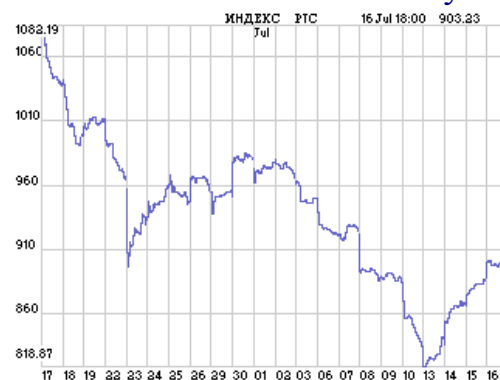
Рост в начале сессии был связан с ростом акций в мире, цены на нефть вчера также были волатильны (и могли оказывать влияние), сейчас Брент торгуется на уровне \$63.4. Курс рубля вчера также не изменился, но показывал заметные изменения (от 31.6 до 31.9 руб/долл). Интересно, что сейчас курс рубля находится на том же самом уровне, что и был утром в пятницу на прошлой неделе, после чего случился резкий и малообъяснимый рывок вверх.

Вчера была опубликована цифра роста ВВП Китая во втором квартале 2009 года. Названная цифра оказалась лучше, чем называлось раньше +7.9% (year-on-year), экономика Поднебесной, кажется, не замечает никакого кризиса.

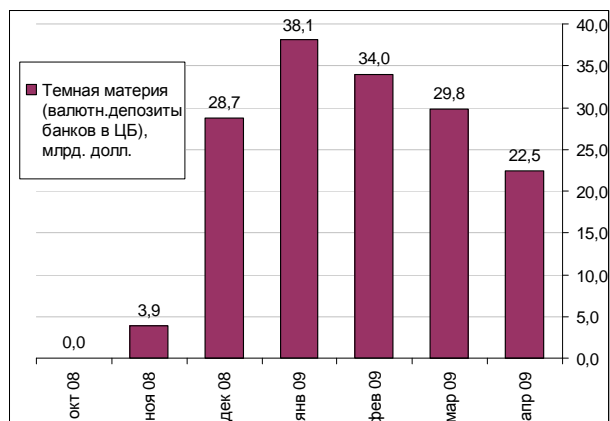
Эта новость, определенно, поддерживала спрос на котировки сырьевых компаний. Китайская экономика в ходе предыдущей глобальной рецессии 2001 года также показывала хорошие темпы роста. И считается, что благодаря этому быстрее преодолеть спад. Интересно также, что в период азиатского кризиса в 2001 году (слабость экономики и автаричного роста США вплоть до 2003 года) цены на нефть тогда не падали, а, напротив, росли.

Вчера ЦБ РФ опубликовал цифру резервов на конец прошлой недели (в прошлую пятницу рост сильно ускорился). Оказывается, резервы заметно упали, снизившись на \$8.4 млрд. до \$400.7 млрд. После очистки на курсовые разницы (евро и фунта), реальные изменения резервов составили -\$5.3 млрд., что немало (см. график). Если учесть, что резервы падали и на позапрошлой неделе (-\$1.4 млрд. до очистки и минус \$3.3 млрд. после очистки на курсовые разницы) то создается картина новой волны бегства из рубля в доллар. Однако, не стоит торопиться. Напомним, что с 1-го июля ЦБ РФ отменил «рекомендации» к

Рынки накануне:



банкам по не наращиванию иностранной валютной позиции. Фактически, у банков в РФ была безналичная валюта, но ее нельзя было держать на корсчетах в иностранных банках, за это грозило отлучение от прямых кредитов ЦБ. В итоге, в с конца осени и первом полугодии 2009 года банки были вынуждены держать безналичную валюту на счетах в Центробанке, депозитах по ставке 0.125% годовых. То есть, почти бесплатно. Центробанк РФ парадоксальным образом учитывал эту валюту в составе валютных резервов, что завышало размер этих резервов. Справа на графике представлена наша оценка величины этих депозитов ежемесячно, которую мы получили как разницу средств размещенных комбанками в ЦБ (публикуется в консолидированном балансе ЦБ) и разницу рублевых средств комбанков в ЦБ (публикуется в денежной базе в широком определении). К сожалению, на сайте ЦБ исчезли балансы и последние данные, которыми мы располагаем – это конец апреля. Эта вещь, «темная материя», или «нечестная» составляющая в составе валютных резервов потихоньку падала и со снятием ограничений на иностранную валютную позицию с 1-го июля банки, вероятно, начали ускоренный вывод средств. В этом есть экономическая логика, в конце концов в зарубежных банках можно разместить валюту гораздо дороже, чем 0.125% годовых.



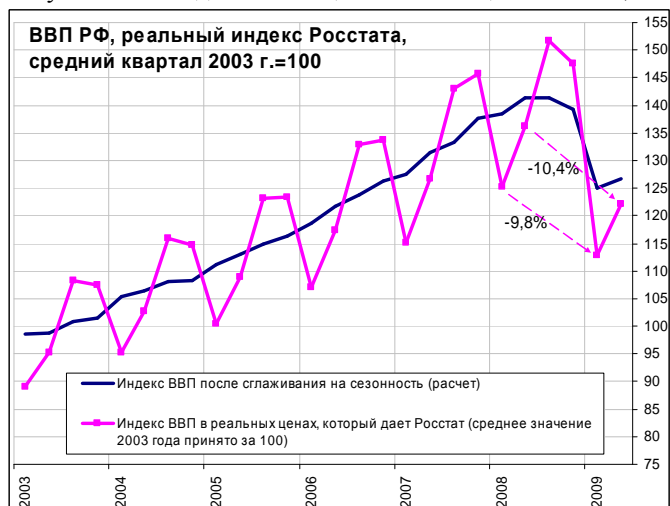
Таким образом, падение резервов на прошлой и позапрошлой неделе в большей мере должно было быть связано с этим выводом. Тем не менее, падение резервов имело большие размеры, и могло повлиять на некоторых впечатлительных участников. Информация о падающих резервах могла просочиться из ЦБ и вызвать у некоторых участников приступ паники. Как бы то ни было, рост курса доллара на прошлой неделе и в последний понедельник остается необъясненным.

После обвала экономики и финансовых рынков во второй половине 2008 года, количество пессимистов остается большим. Символом пессимизма был и остается Нуриель Рубини, еврей, выходец из Турции, преподаватель ньюйорского университета STERN, который, якобы, предсказал текущий кризис. Задолго до кризиса он выступал в МВФ (в районе 2006 года), где предвещал плачевные последствия американской экономике из-за краха пузыря недвижимости. Тогда его не восприняли всерьез, и наградили прозвищем Mr.Doom. Вполне возможно, он и предсказал кризис, но с нашей точки зрения есть некоторые люди которые всегда дают мрачные прогнозы, кричат «волк-волк». До последнего времени предсказания Рубини были крайне мрачными. Так, например, некоторые положительные новости об экономических показателях, которые некоторые называли «зелеными ростками», Рубини называл «желтыми сорняками» и заявлял, что рецессия будет длиться очень долго. Сегодня Bloomberg публикует статью в которой рассказывается, что Рубини изменил свое мнение и ожидает завершения экономического спада уже в этом году.

В среду Э.Набиуллина сообщила, что падение ВВП по итогам полугодия составило -10.1%. Поскольку это единственная оценка, пока известная публике, мы попытались вычислить подразумеваемое падение ВВП 2-го квартала 2008 года. Первая оценка Росстата должна быть опубликована где-то в конце этого месяца. Известно, что Минэкономразвития ведет собственные расчеты ВВП, которые не совсем могут соответствовать расчетам Росстата. Но пока будем предполагать, что Набиуллина дает верную оценку и Росстат даст аналогичную цифру.

Оценить второй квартал мы можем следующим образом $(И1_{к08} + И2_{к08}) * (1 - 10.1\%) - И1_{к09}$. Заглавными буквами «И» обозначены реальные индексы выпуска, которые публикует Росстат (в качестве базы используется усредненный квартал 2003 года, принятый за 100, что представлено на рисунке справа).

Через эту формулу можно посчитать каков был рост ВВП рост непосредственно во втором квартале. В формате измерения, принятом в России, квартал к аналогичному кварталу прошлого года (YOY) падение составило -10.4%, что, казалось бы, хуже, чем падение 1-го квартала в -9.8% (розовая линия и розовые стрелки на графике). Однако, если мы учтем тот факт, что в



прошлом году ВВП рос во втором квартале, то мы поймем, что цифры не сопоставимы, поскольку сравнение идет с растущей базой.

Мы сгладили индекс роста ВВП на сезонность (темно-синяя линия на графике), чтобы можно было понимать, растет ли ВВП или падает по сравнению с соседним кварталом. Такие измерения приняты в развитых странах, в формате «к предыдущему кварталу, скорректированные на сезонность, приведенные к годовому выражению» (английская аббревиатура: SAAR). Загиб наверх этого скорректированного на сезонность реального индекса 2-го квартала 2009 по сравнению с 1-м кварталом фактически означает экономический рост!

Для каждого из видов измерения мы построили график. SAAR показывает, что ВВП второго квартала вырос на 5.5%. В абсолютном выражении скорректированный на сезонность индекс вырос на скромные +1.35%, что в годовом выражении дает 5.5% $[(1+1.35\%)^4-1]$. Точно также падение в 1-м квартале на 35% показывает лишь темпы, на самом деле реальный скорректированный на сезонность выпуск 1к09 по сравнению с 4к08 упал на 10.2% абсолютно, что превратилось в столь большую цифру $[(1-10.2\%)^4-1]$

У всех этих расчетов в формате SAAR есть существенный недостаток – сезонность ВВП может меняться и небольшая неточность в ее расчетах может выливаться в заметные ошибки (особенно, если учесть возведение в степень). Тем не менее, расчет с учетом сезонности позволяет оперативно понимать, куда движется ВВП, а не жить малоинформативными измерениями «к аналогичному периоду прошлого года». Общий вывод – ВВП РФ находится на дне, или, очень возможно, уже показал его где-то во втором квартале. Очень возможно, что в 3-м квартале мы увидим уже приличный экономический рост в формате SAAR. Вероятность статистической ошибки, неточность вычислений и предварительный статус данных от Набиуллиной не позволяет сделать однозначных выводов, будем ждать официальной публикации.



Еще раз, мы пока не готовы утверждать, что ВВП во втором квартале рос, наши расчеты могут оказаться неверными по целой массе причин. Но даже после этого, есть некоторая вероятность, что второй квартал окажется не настолько плохим, как ожидается.

Вкратце:

- ММВБ с 16 июля допускает к торгам в списке «В» облигации «Каустика». Напомним, что эти облигации были выпущены в рамках реструктуризации облигационного займа «Никосхим-инвест». Нас радует то, как эмитент серьезно подошел к проблемам реструктуризации свой задолженности. То, что новый выпуск будет уже торговаться и иметь листинг актуально для фондов, структура активов которых строго регламентирована законодательством и поэтому вполне возможно, что институциональные держатели облигации охотнее пойдут на реструктуризацию.
- Агентство «Прайм-тасс», получивший доступ к материалам совета директоров «Ашинского метзавода» пишет, что менеджменту компании поручено подготовить детальный план возможного делистинга акций. Также сообщается, что завод рассматривает возможность реорганизации путем выделения имущества и активов в отдельные ООО для оптимизации рисков, оставив на балансе завода только деятельность по оказанию ремонтных и строительных работ. В августе предстоит оферта по облигациям «Амет-Финанс» (SPV «АМЗ») и компания, скорее всего, боится, что не сможет ее пройти. Однако судя по котировкам облигаций, этот вариант рынок рассматривает как маловероятный сценарий.
- Росстат сообщает, что экспорт российского газа за январь-май 2009 года сократился на 52,5% по сравнению с прошлым годом – до \$14,067 млрд. Причина падения очевидна – уменьшение физических объемов поставки газа на экспорт на 47,7% до 49,1 млрд. куб.м.
- В законопроекте «О торговле» появилась статья о том, что сеть с оборотом более 1 млрд. руб. и имеющая долю более 25% на рынке не вправе приобретать или строить новые торговые объекты. Эта статья появилась неожиданно

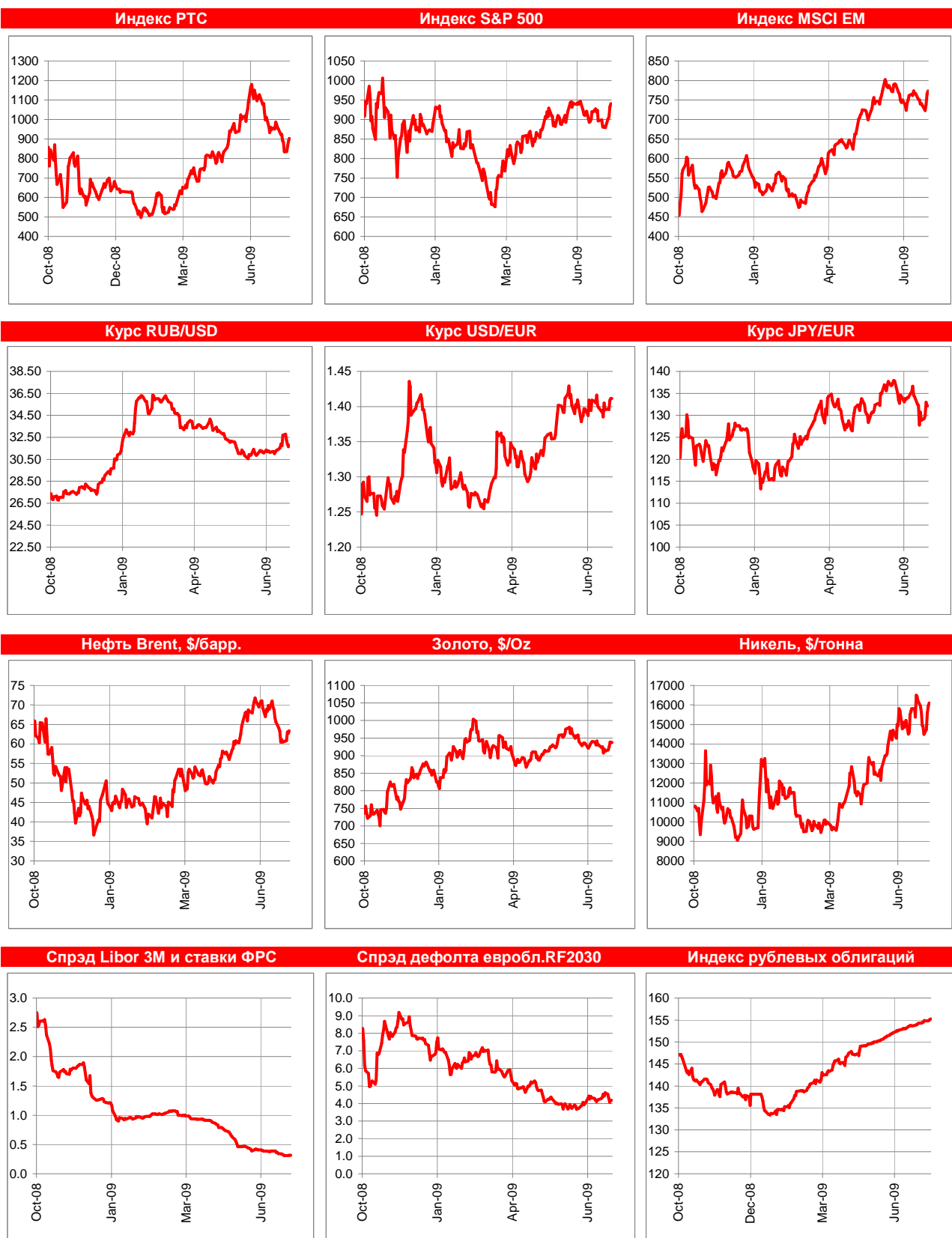
для участников рынка, так как ранее были заявления от чиновников, что порог доминирования вводиться не будет. Глава сети «Магнит» С. Галицкий уже заявил, что если эта норма войдет в закон, то розничная торговля станет для него «инвестиционно непривлекательно», так как не будет иметь смысла открывать магазины в небольших городах.

- Центробанк опубликовал величину чистой позиции по внешнему долгу страны на начало года. Из этой статистики следует, что чистый внешний долг страны отрицательный, т.е. нам должны больше, чем мы и составляет \$318 млрд. Однако чистый внешний долг банков и компания составляет \$132 млрд. Таким образом, ситуация с внешним долгом страны не такая уж и страшная, как описывают некоторые аналитики.
- Биржа «ММВБ» опубликовало отчетность по МСФО за прошлый год. Прибыль «ММВБ» составила 4,24 млрд. руб. при активах в 366 млрд. руб. Интересно, что более трети прибыли (2,5 млрд. руб.) биржа получила от размещения свободных средств участников торгов на депозитах банках. В примечании к отчетности указывается, что на 31 декабря в Центробанке было размещено 262,5 млрд. руб.

Местное:

- «ЛУКОЙЛ-Пермь» намерен довести к 2015 году добычу до 15 млн. тонн нефти (+28% к уровню 2008 года). Увеличить добычу компания планирует за счет новых месторождений и применения современных технологий добычи нефти.
- Корпоративный конфликт на «Югокамском машзаводе» продолжает набирать обороты. Предыдущие собственники предприняли попытку при помощи охраны попытаться захватить предприятие, новому собственнику - «ЗУМК» удалось это предотвратить. Сейчас на предприятии проводится аудит. Отмечается, что прежние владельцы нанесли серьезный ущерб предприятию. На текущий момент разрабатывается план финансового оздоровления предприятия и погасить задолженность по заработной плате.
- УФАС по Пермскому краю наложило штраф в 300 тыс. руб. на «Пермэнергосбыт» за нарушение антимонопольного законодательства.
- Со следующего года все строительные компании должны вступить в саморегулируемые организации (СРО). Сейчас в Перми зарегистрировано 5 партнерств, на базе которых будут создаваться СРО. Однако в одном СРО должно быть не менее 100 компаний, а в крае 250 строительных компаний. Т. е. на всех строителей не хватит. Два крупнейших объединения - «Пермские строители» и «Западуралстрой» уже начали вести переговоры о создании единой СРО. Вполне возможно, что и другие партнерства также могут начать консолидироваться.

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.