

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 20 мая 2009 г.

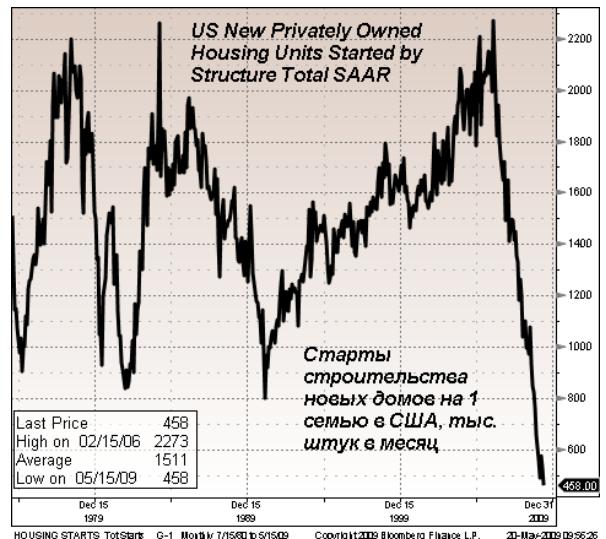
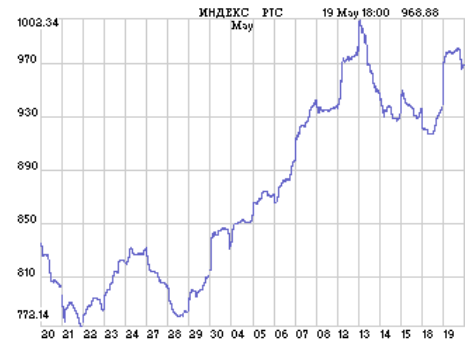
Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ФСК ЕЭС ао	0.244	10.9%
ГМКНорник	3349	6.9%
ОГК-3 ао	1.394	6.4%
Сбербанк	36	6.0%
ММК	14.94	5.5%
Ростел -ао	272.5	4.7%
Система ао	11.5	4.5%
ГАЗПРОМ ао	176	4.2%
Сбербанк-п	19	4.0%
Татнефть Зао	126.2	3.4%
Новатэк ао	121.8	3.4%
ВТБ ао	0.044	2.5%
Ростел -ап	45.29	2.4%
РусГидро	1.109	2.4%
Роснефть	181	2.4%
МТС-ао	169.1	2.3%
Магнит ао	1209	2.1%
ЛУКОЙЛ	1547	1.4%
Уркалий-ао	117.1	1.4%
СевСт-ао	144.9	1.1%
ОГК-5 ао	1.089	0.9%
Татнефть Зап	41.25	0.5%
РБК ИС-ао	42.76	0.3%
ПолюсЗолот	1357	0.2%
Газпрнефть	95.35	-0.1%
Транснефть ап	15038	-0.2%
УралСви-ао	0.456	-0.4%
Аэрофлот	34.7	-0.9%
Сургнфгз	24.78	-1.4%
Сургнфгз-п	9.95	-2.0%

Индексы на российские акции заметно выросли – и РТС и ММВБ показали +3%. Теперь уже можно точно утверждать, что коррекция вновь не получилась, и теоретически можно ожидать продолжения роста. Как бы то ни было, российский фондовый рынок в 2.6 раза дешевле, чем был ровно год назад.

Сценарий дня был следующий – высокое открытие, после чего некоторые бумаги стояли, некоторые продолжали расти. Во время торгов в России вышла статистика по строительной отрасли в США, что вызвало приступ временного страха и продаж. Справа представлен график того, что напугало участников рынка – количество стартов строительства новых домов опустилось на новый минимум (за всю историю). В апреле новых домов на 1 семью начали строить в размере 458 тыс. (цифра преобразована к годовому выражению и скорректирована на

Рынки накануне:



сезонность, т.е. сглаженный индекс умножен на 12). Итак, на пике пузыря недвижимости в США в год стартовало строительство более 2 млн. домов, сейчас, примерно в 5 раз меньше. Это примерно отражает потери строительной отрасли. Нужно понимать, что сейчас в США имеется перепроизводство в стройиндустрии, количество пустующих домов. По итогам 1-го квартала статистика в США следующая: количество домов составляет 130 млн., из них занятых 111 млн., и пустующих 19 млн. что составляет около 15% от всего количества. Так, что малое количество стартов жилья не должно удивлять – должны быть распроданы накопленные запасы (не полностью, конечно), старые дома будут выбывать.

Можно пытаться переносить эту ситуацию на Россию, где во время строительного бума также было построено много квартир. Мы понимаем, что россиянам можно улучшать и улучшать жилищные условия. Но есть одна небольшая проблема – платежеспособный спрос. При нынешних доходах в стране не так много людей, готовых платить несколько миллионов рублей при обычной годовой зарплате составляющей доли миллиона. Сейчас многие люди, связанные со строительной отраслью в стране повторяют одну мантру: «скоро начнется дефицит квартир». Можно говорить о том, что дефицита в рыночной экономике это нонсенс, есть спрос и предложение и они балансируются ценой. В этом смысле дефицита не будет никогда. Но логика, тем не менее, приблизительно правильная, если резко увеличится платежеспособный спрос на жилье после кризиса, который натолкнется на малое предложение от



строителей, цены должны начать расти. В прогнозе цены осталось только понять, насколько быстро может начать нарастать платежеспособный спрос. Мы не сомневаемся, что долгосрочно он появится, но вряд ли это будет слишком быстро. Должна заработать ипотека, должен возникнуть конечный спрос. На спекулятивную составляющую, которая так влияла в 2005-2007 гг. сейчас надеяться не приходится, по крайней мере, не в прошлых масштабах. Резюмируя, мы бы не ожидали слишком бурного роста цен на недвижимость после завершения кризиса. В нашей стране также имеется заметный объем нераспроданных домов, на которые просто не хватает конечного платежеспособного спроса. Для расхищения этих запасов может понадобиться значимое время.

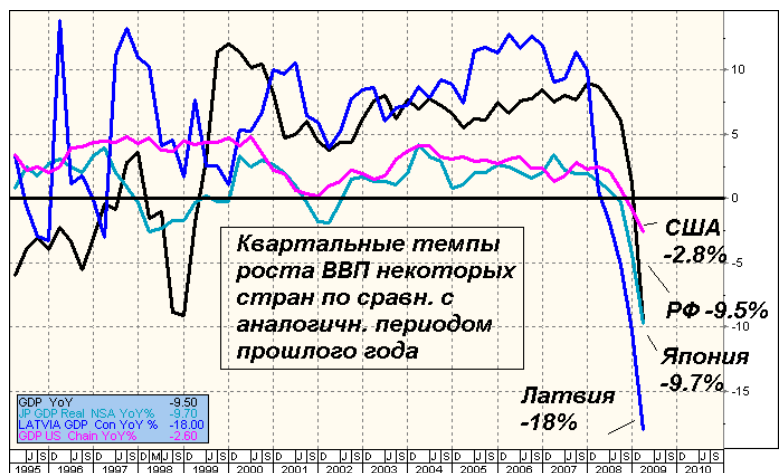
Вчера рубль показал новый постдевальвационный максимум 31.8 руб./доллар. Почти все комментаторы считают, что в этом виновата цена на нефть, которая вчера в Лондоне практически касалась \$60 за баррель (максимум был \$59.65), впервые с ноября. На предыдущей странице мы приводим сравнительные графики цены нефти и курса рубля. Рубль посчитан не так, как принято его котировать в России (он называется «обратный курс»). Мы приводим «прямой» - это просто обратное число, которое легче сравнивать с ценой на нефть. Казалось бы, все очевидно, в последние дни рубль движется с нефтью в унисон, с марта графики просто слились. Но в экономике есть одно

важное правило: «наличие корреляции не означает наличия причинно-следственной связи». Нет, мы не готовы утверждать, что рубль не зависит от нефти, но хотим сказать, что может существовать третий объясняющий фактор, который может заставлять рубль и нефть двигаться в унисон. И такой фактор, вероятно, есть - это коллективное мнение финансовых рынков о течении финансового кризиса и положении экономики. В последние дни (и вчера также) росли многие валюты. Справа мы показываем аналогичный график движения австралийского доллара (также, прямой курс) в сравнении с нефтью. Движения очень похожи, и мы могли бы подобрать масштаб колебаний так, чтобы линии слились как на графике с рублем выше. Вот только интуитивно понятно, что Австралия не является крупным производителем нефти. Что касается курса рубля, мы подтверждаем свой (уже не новый) прогноз, что пара рубль/доллар будет торговаться ниже 30 к концу года. Этот прогноз пока за пределами консенсуса (ниже 30, насколько мы знаем, заглядывает только Ренессанс-капитал), но мы ожидаем, что скоро аналитики начнут менять свою точку зрения. Аналитики часто показывают стадность в прогнозировании и зачастую идут за рынком, нежели опережают его.



Читая новостные ленты, мы замечаем все больше утверждений, что самое плохое в мировой экономике пройдено, и что «уже виден свет в конце тоннелей». Пока это сравнительно робкие заявления, но мы полностью их поддерживаем. Мы ожидаем что «дно» экономики будет пройдено летом. Пока остается большим вопросом, насколько быстро начнут расти экономики мира, будет ли движение V-образным или последует медленное восстановление от дна.

В последнее время мы встречаем слишком много прогнозов, что Россия хуже других. Причина такого пессимизма нам не понятна, кроме того, что у россиян после 90-х развился комплекс неполноценности. К примеру, в сегодняшних «Ведомостях» можно встретить фразу «Россия хуже подавляющего большинства крупных экономик мира переживает кризис, а восстанавливаться будет медленней», в качестве аргументации



приводится очередной доклад об экономической свободе. Недавно были опубликованы данные по росту ВВП РФ в 1-м квартале (-9.5% к аналог.кв.прошлого года), которыми многие стараются подтвердить ущербность страны. Не раз можно встретить фразу «Россия это только нефть», или вроде того что «за время Путина не был совершен технологический прорыв». Мы категорически не согласны с этими утверждениями, технологическое преимущество достигается частным бизнесом в рыночной экономике и для этого требуется время измеряемое годами. Мы предлагаем взглянуть на данные, вчера вышли показатели роста ВВП Японии за 1-й квартал. В СМИ оперируют цифрой -15%, это сглаженная на сезонность, приведенная к годовому выражению цифра. Но если считать, как это делается в России - квартал к аналог. кварталу, то окажется, что ВВП Японии упал сильнее (9.7% против 9.5% в

РФ). Если мы взглянем на цифру страны вроде Латвии, то увидим падение ВВП на катастрофические -18%. Россия не изгой и точно также как и другие страны пострадала от кризиса. Нефтяная зависимость есть, но это не ущербность, никто не будет утверждать, что Швейцария зависит от шоколада, часов и банков и это плохо. Каждая страна предлагает на мировой рынок то, что может и делает это (в силу разных обстоятельств) лучше других. Мы ожидаем, что российский ВВП также вскоре пройдет нижнюю точку. Вполне возможно, что мы излишне оптимистичны. Было бы просто, если бы другие ошибались, когда экономика РФ начала бы расти, они просто изменили бы свое мнение. Ожидания важны, и распространенность угрюмых прогнозов влияет на экономический рост.

В конечном итоге, рост и падение экономики это следствие изменений в мозгах людей и того как они воспринимают мнения других. Ожидания того, что экономика будет падать, материализуются в падении. Люди начинают меньше тратить, что разрушает доходы других людей и экономика действительно снижается. Критиковавшаяся многими позиция российских властей образца осени по замалчиванию проблем имела некоторый смысл. Кризис определяется ожиданиями, и власти могут сделать что-то, чтобы сломить порочный круг спада, только они не всемогущи.

В этой связи интересно посмотреть на еще одну проблему. В связи с кризисом обсуждается идея «запустить инфляцию в США» Например, в «Ведомостях» есть «Инфляция вылечит» в которой есть ссылка на то, что известный экономист Кеннет Рогофф предлагает запустить инфляцию довести ее до 6%. Инфляция воспринимается «спасительной» в двух вариантах. Первый – долговая проблема. Долги обычно выражаются в номинальных долларах, и инфляция снижает долг. Мы считаем, что это не проблема и не вариант. Долг (как любой финансовый актив) это лишь форма перераспределения выпуска в экономике. Это перемещение потребления от одних к другим. Когда один сберегает и инвестирует, он жертвует своим потреблением, зато другой, взявший в долг потребляет. Когда долг возвращается, они меняются местами. Запуск инфляции это перераспределение продукта от держателей долгов в пользу тех, кто взял в долг. Поскольку долг в США преимущественно внутренний (общий долг около \$50 трлн. долларов, чистый внешний порядка \$5 трлн.) то инфляция ничего не решит. США, вопреки расхожим утверждениям, должна сама себе и запуск инфляции ничего не решит.

Второй вариант напрямую связан с ожиданиями. В период рецессии люди перестают меньше тратить и больше держаться за деньги. Это роняет экономику. Запуск инфляции и инфляционных ожиданий заставляет их начать тратить и это возвращает экономику к состоянию полной занятости, прекращая порочную спираль спада. Именно этот Рогофф и предлагает сделать. Вот только инфляция имеет очень неприятные spillover-эффекты. И с нашей точки зрения они куда как перевешивают блага от "спасительной инфляции". Самое главное в инфляции - она вполне способна лишит доллар резервного статуса и привести к финансовому краху всего мира, после которого 2008 год покажется цветочками. Мы полагаем, что американцы не настолько склонны к суициду и академик Бен Бернанке в купе с экономическими советниками Обамы (вроде академика Л.Саммерса) им подскажут не делать глупостей.

Вкратце:

- В. Миловидов вчера заявил, что ФСФР готовит новый порядок регулирования маржинальных сделок. Предполагается, что неквалифицированным инвесторам будет разрешено использовать «плечо» 1 к 1, но если сделки будут совершаться через биржу и с использованием центрального контрагента, размер «плеча» может быть выше. Для квалифицированных инвесторов размер «плеча» может быть увеличен. По словам В. Миловидова, эти предложения будут готовы к июлю этого года. Также В. Миловидов предложил увязать объем размещения акций за рубежом с листингом на российских биржах: чем выше листинг, тем больше акций может обращаться за рубежом. Кроме того ФСФР готовится в несколько раз увеличить требования к капиталу профучастников, что по замыслу ведомства, должно снизить риски для участников фондового рынка.
- «ЧТПЗ» может продать «Челябинский цинковый завод». Покупателем выступит «УГМК». Как пишет «Коммерсант», сделка может быть оплачена как денежными средствами, так и долями в непрофильных активах или в месторождениях «УГМК». Стороны не комментируют возможную сделку, а ФАС заявила, что не получала заявок на приобретение «ЧЦЗ». Цена возможной сделки так же не называется. «УГМК» разрабатывает ряд цинковых месторождений, однако собственных мощностей по выпуску цинка не имеет. Поэтому покупка нового актива может принести для «УГМК» синергетический эффект. Однако «УГМК» часто использует толлинговые схемы, как например в «Уралэлектромеди», поэтому эта сделка может пойти во вред акционерам «ЧЦЗ».
- Э. Набиуллина сообщила, что Минэкономразвития к концу мая внесет в правительство обновленный прогноз развития экономики страны. По ее словам, российский ВВП в 2009 году может сократиться на 4%, так и на 6%, и на 8%.
- Prosperity сообщил, что является крупнейшим акционером после АФК «Система» в предприятиях башкирского ТЭКа: фонду принадлежит 10% «Башнефти», 14% «Башкирэнерго» и также имеются доли в «Новойле» и «Уфаоргсинтезе». Prosperity, как акционер, защищает свои интересы и часто судится с компаниями, миноритариями которых является. То, что Prosperity является акционером предприятий башкирского ТЭКа,

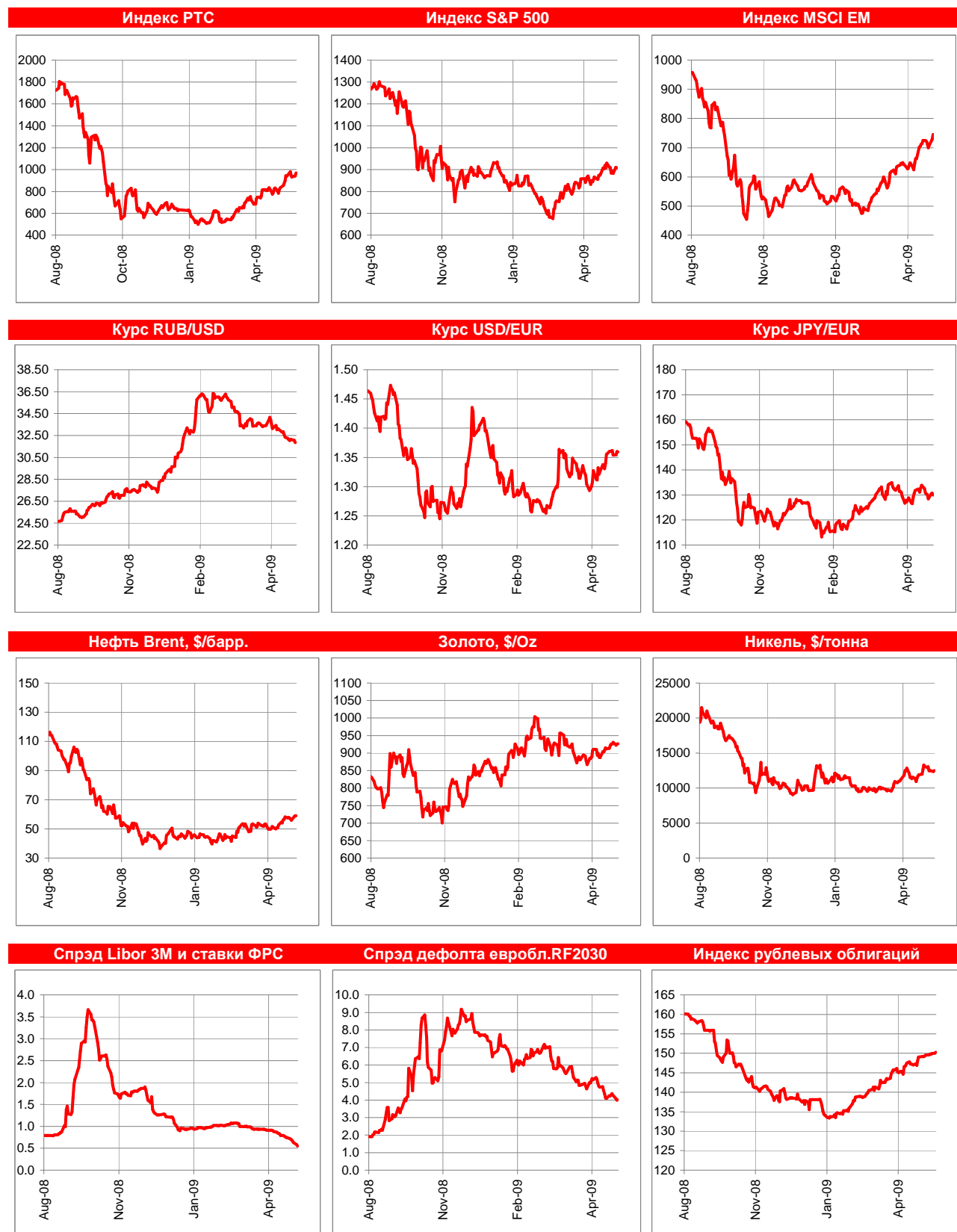
повышает шансы на то, что условия оферты, которую обязана выставить «Система», будут приемлемыми для остальных миноритариев. Однако вполне возможен и другой вариант, по которой «Система» выкупит доли Prosperity на привилегированных условиях.

- «Аптеки 36,6» предоставили условия реструктуризации облигационного займа на 3 млрд. руб., который гасится 30 июня 2009 года. Компания предлагает погасить в срок 15% от номинала, а перевыпущенные облигации на 85% от номинала – гасить частями до июня 2012 года. Ставка купона по новым облигациям будет установлена в размере 19% от номинала, первый купон будет выплачен через полгода, остальные – ежеквартально.

Местное:

- «Витус» повторно выставил на продажу БЦ «Покровский пассаж». Компания планирует продать объект минимум за 185 млн. руб. (85 тыс. руб. за метр), однако с учетом стагнации на рынке недвижимости вряд ли удастся продать по такой цене. Ранее этот объект совместно с «Финансовым домом» был выкуплен у «Перспективы» за долги. Точная цена сделки не называется, но по сообщениям В. Онянова, объект был оценен в 140-150 млн. руб. Кроме «Покровского пассажа» «Витус» еще осенью выставил на продажу ТК «Речник». По словам А. Чернова, на последний объект были розничные покупатели, но было принято решение не дробить объект.
- «Сильвинит» за первый квартал 2009 года сократил выручку в 1,8 раза по сравнению с первым кварталом прошлого года до 5,4 млрд. руб. При этом прибыль компании сократилась в два раза до 2,4 млрд. руб. Причина ухудшения финансовых показателей очевидна – падение спроса на калийные удобрения.
- «Пермский моторный завод» за 2008 год получил чистую прибыль в 103,7 млн. руб., что на 65,6% выше прибыли 2009 года. При этом компания планировала по итогам 2008 года заработать 220 млн. руб. прибыли.
- «Пермские моторы» по итогам первого квартала заработали чистую прибыль в 3,3 млн. руб., что более чем в два раза ниже результатов первого квартала прошлого года. При этом выручка компании увеличилась на 34% до 39,7 млн. руб. За весь 2008 год компания получила чистую прибыль в 65,6 млн. руб. при выручке в 193,2 млн. руб.
- «ПермГражданСтрой» начала реализацию проекта строительства бизнес-парка на месте бывшей кондитерской фабрики «Пермская». По словам представителя компании, в комплекс зданий площадью 100 тыс. кв.м. войдут офисные, торговые здания и отель. Всего на реализацию проекта планируется потратить 6 млрд. руб.

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.