

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 28 апреля 2011 г.

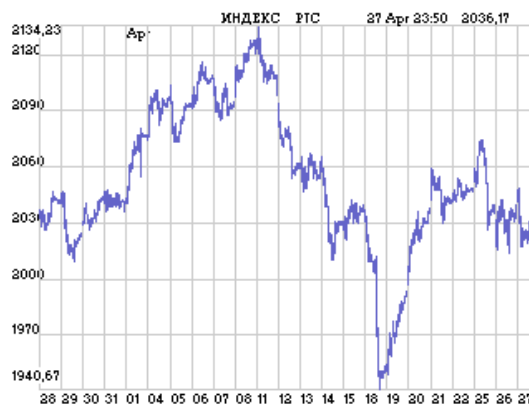
Рынки накануне:

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Татнефть Зап	105.47	1.7%
ПолюсЗолот	1788.3	1.3%
Сургутнефтегаз	29.305	0.4%
ГАЗПРОМ ао	231.9	0.3%
ОГК-3 ао	1.3258	0.0%
Транснефтепродукт	41500	0.0%
ГМК Норникель	7625	-0.5%
МТС-ао	252.95	-0.5%
Уралкалий-ао	229.21	-0.7%
Сбербанк	100.17	-0.7%
ФСК ЕЭС ао	0.37701	-0.8%
ЛУКОЙЛ	1900	-0.8%
Аэрофлот	67.12	-0.9%
Сургутнефтегаз-п	15.995	-1.1%
ОГК-5 ао	2.47	-1.1%
Сбербанк-п	67.2	-1.1%
Ростел-ап	83.73	-1.4%
Роснефть	242.8	-1.5%
РБК ИС-ао	39.323	-1.6%
Система ао	31.9	-1.7%
РусГидро	1.4135	-1.7%
ВТБ ао	0.09109	-1.8%
ММК	27.56	-1.9%
Татнефть Зао	179.76	-2.0%
СевСт-ао	514.9	-2.0%
Ростел-ао	167.37	-2.0%
Магнит ао	3613.7	-2.0%
Новатэк ао	361.19	-2.2%
Газпромнефть	137.99	-2.4%

Сегодня в «Ведомостях» публикуется статья О.Вьюгина «Цена промедления», начинающаяся такими словами: «Сегодня большинство долгосрочных институциональных инвесторов — к ним относятся фонды, управляющие пенсионными накоплениями, страховыми резервами и средствами неквалифицированных инвесторов, — покупают и продают ценные бумаги российских эмитентов на

Лондонской фондовой бирже. На нашем фондовом рынке основные объемы сделок с этими ценными бумагами делают хеджевые фонды, роботы и индивидуальные инвесторы, все они — краткосрочные инвесторы. Получается, что ликвидность наших акций не просто разделена между площадками здесь и за рубежом, она разделена по очень неприятному принципу: инвесторы там, спекулянты здесь». Бывший глава ФСФР далее размышляет о недостаточной защите прав собственности инвесторов в России, но мы хотели бы развить мысль в другом направлении. Наличие большого количества краткосрочных игроков на отечественных площадках может давать большие обороты внутри страны, превосходящие лондонские. Но эти обороты оказываются «пустыми». Первичный рынок — размещение акций на IPO происходит преимущественно в Лондоне, известно, что около 3/4 free-float принадлежит иностранцам.



Перед кризисом 2008 года внутренние инвесторы, казалось, начали предъявлять спрос на отечественные акции. Рынок рос, акции приближались к цивилизованным уровням оцененности, характерным другим развивающимся рынкам (это можно судить по мультипликатору рынка р/е около 10). Но тут случился кризис, и оказалось, что покупки внутренних инвесторов были спекулятивными по сути, заложенными и еще раз перезаложенными по кредитам. По рынку прокатилась волна маржин-коллов, так что отечественные акции упали в 5 раз за 5 месяцев. Один из худших результатов, исход, который было трудно представить еще в начале 2008 года. Так что внутренний спрос также оказался «пустым». К сожалению, россияне почти не покупают русские акции. А те, кто покупают, держат их как горячие пирожки, перекидывая из рук в руки...

Акции — это инструмент для долгосрочных инвестиций. Краткосрочно они практически непредсказуемы (кто бы что не говорил про теханализ), зато долгосрочно можно полагаться на то, что они компенсируют инфляцию и принесут реальную отдачу. Об этом убедительно говорит история фондовых рынков всех стран, кроме тех, где были революции и национализации. Акции как вино, чем дольше, тем лучше, правда, нужно помнить, что риск есть у любой инвестиции. В противоположность, общий подход россиян — «по-быстрому срубить на кредитных деньгах» или «оседлать волны притока или оттока денег от иностранцев (в широком смысле, как брокеры или «фронт-раннеры», т.е. бегущие впереди паровоза). Потому-то мы и имеем такой излишне волатильный рынок, который может падать больше, чем падают другие страны (как это было недавно, когда S&P дало негативный прогноз рейтинга США).

Можно, конечно, не соглашаться с подобной «картиной мира» (многие вопросы экономики и финансов принципиально непроверяемые, и сводятся к «верю — не верю»). Итак, встает вопрос, что же делать на таком рынке? Наш ответ — сверхглубокий провал отечественных акций 2008 года хоть и стал неожиданностью, но создал ситуацию непохожую на предсказуемость. Мы считаем 2008/2009-й годы «негативным пузырем», в ходе которого котировки слишком сильно отклонились от умоуздательного понятия справедливой цены. Именно поэтому мы являемся сверхоптимистами в отношении акций на протяжении последних 2.5 лет. (Кто-то может обвинить нас в том, что мы стали оптимистами слишком рано, еще летом 2008 года, до того как было достигнуто

«дно», и по-своему будет прав.) Сейчас, когда «Газпром» торгуется с мультипликатором прибыли р/е меньше 5, а общерыночный мультипликатор близок к 6.7 нам легко оставаться оптимистами.

Вчера российский рынок упал по индексу ММВБ на 1.2%. При этом РТС показал минус 0.8%, а на ночных торгах поднялся на 0.9%, отыграв все обратно. В долларах отечественные акции торгуются очень неплохо, тогда как рублевые котировки страдают от продолжающегося укрепления рубля. Так, индекс ММВБ показывает только +3.4% с конца 2010 года, тогда как индекс РТС, основанный примерно на тех же акциях но рассчитываемый в долларах, показывает +15.6%.

Сейчас курс отечественной валюты находится на 27.58 руб./\$, это минимум с 16 декабря 2008. Пару дней назад представитель Минэкономразвития (далее: МЭР) «не исключил» сценария укрепления до 24-25 руб./\$, что могло психологически поспособствовать укреплению. Называемый сценарий МЭР мы считаем маловероятным – этому может помешать Центробанк. Мы вчера указывали на то, что бивалютная корзина продолжает стоять примерно на одном месте, а движение рубля к доллару ассоциируется с падением доллара к евро, достигшего сейчас 1.487 \$/€, что на 15.5% выше, чем было в январе (1.28 \$/€). В этом смысле движение курса не совсем «настоящее».



Максимум курса евро к доллару был на 1.6 \$/€ (перед кризисом, в 2008-м), и если текущий тренд падения доллара продолжится, при сохранении стагнации бивалютной корзины на 33.6, это даст курс 26.47 руб./\$ [=33.6/(0.55+0.45*1.6)]. Так, что отметку в 26 руб./\$ (с учетом некоторого укрепления корзины) мы бы считали возможной крайней точкой. Конечно, все упирается в позицию Центробанка, насколько он позволит укрепляться рублю к доллару. Эта позиция, к сожалению, никак не артикулируется, однозначных выводов сделать сложно. После начала кризиса курс евро показывал максимумы на 1.52 \$/€ в декабре 2009 (откуда потом обвалился до 1.19 \$/€ за полгода, к лету 2010). Если предположить, что тренд роста евро закончится на этой же отметке и в этот раз, то при неизменной бивалютной корзине это соответствует курсу 27.23 руб./\$ [=33.6/(0.55+0.45*1.52)]

Падение доллара ассоциируется с мягкой монетарной политикой ФРС, притом, что ЕЦБ уже приступила к циклу повышения ставок. Вчера фондовые рынки по миру росли, индекс S&P500 обновил посткризисный максимум, немецкий DAX и британский FTSE100 вплотную приблизились к нему. Россия двигалась вниз против тренда, что необъяснимо. Нефть, на которую так принято ссылаться, на ICE выросла на 1% до 125.6 \$/баррель, после кризиса она торговалась выше этой отметки только 8 и 11 апреля.

Мировой оптимизм можно ассоциировать с вчерашним заседанием FOMC (комитета по ставкам) ФРС и выступлением Бернанке. Он сообщил, что завершение QE-2 не окажет влияния на экономику и рынки, с чем мы согласимся. В настоящее время ФРС продолжает планомерно насыщать избыточной ликвидностью банковскую систему США и прекращение этого процесса в июне просто оставит эту ликвидность в системе. После этого ФРС займет выжидательную позицию, ожидая реакции экономики. Тенденции 2011 года показывают, что QE-2 оказалась вполне успешной, базовая инфляция (core CPI) начала подниматься с минимумов с 1950-х годов, а безработица падать. А это именно те показатели, которые должна регулировать ФРС согласно мандату, выданному Конгрессом (максимально устойчивая занятость и «стабильность» цен). Инфляция и безработица – это те показатели, за которыми следует следить, если есть цель предугадать следующие шаги ФРС. Если индекс инфляции Personal Consumption Expenditure Core поднимется выше 2% (март 0,9% YoY), а безработица будет опускаться ниже ~6.5% (март: 8.9%), то следует ожидать сначала выхода из избыточной банковской ликвидности («изъятие избыточных резервов», та самая exit strategy, о которой Бернанке заявлял в начале 2009), а затем начала цикла повышения ставок. Предположительно, это начнется в начале-середине 2012 года. Ближайшее будущее акций и мировой экономики выглядит очень неплохо.

Вкратце:

- «Ведомости» сегодня пишут, что российские банки начали сокращать объемы вложений в ценные бумаги. В марте эта величина сократилась на 200 млрд. рублей до 6 трлн. рублей. Это вызвано снижением доходности по бумагам и увеличением объемов кредитования.
- «МТС» по итогам 2010 года может выплатить дивиденд в 14,54 рубля на акцию. Дивидендная доходность – 5,7%.
- «Акрон» в 2010 году заработал 6,3 млрд. рублей чистой прибыли по МСФО (Р/Е=9,7). Это на 13% ниже по сравнению с 2009 годом. Выручка компании выросла на 24% до 46,7 млрд. рублей. Чистый долг «Акрона» в 2010 году вырос на 15% до 28,3 млрд. рублей. Также компания вчера заявила, что не исключает возможности продажи

акций «Уралкалия». Вырученные средства компания планирует направить на погашение долга. Сейчас «Акрону» принадлежит 8,1% обыкновенных акций «Сильвинита». В результате присоединения к «Уралкалию» «Сильвинита» «Акрон» получит 2,7% объединенной компании. Как пишет «Интерфакс», бумаги будут продаваться на рынок.

- В. Алекперов считает, что цена нефти в \$110 за баррель реально отражает ситуацию на рынке, а «около 20% ее стоимости – спекулятивный капитал». Также глава «ЛУКОЙЛа» заявил, что налоговая система в отрасли должна быть более гибкой и стимулировать разработку новых и поддержание старых месторождений. При этом В. Алекперов не исключает, что для тех месторождений, которые не требуют существенных вложений, налоговая нагрузка может быть существенно выше, чем сейчас.
- Биржевые котировки на 92-й бензин в России достигли 34 тыс. рублей за тонну (26 рублей за литр). По оценкам агентства «Кортес», если сейчас отпустить цены, то розничная стоимость 1 литра бензина легко может перешагнуть уровень в 30 рублей за литр. Напомним, что на этой неделе в ряде регионов возник дефицит бензина. Преимущественно, это регионы, где доминирует «Роснефть». Причины дефицита называются разные. ФАС пытается навесить вину на нефтяников, последние обвиняют правительство, которое «рекомендовало» заморозить цены на топливо, несмотря на рост стоимости нефти и возросший спрос на бензин. В результате экспорт топлива стал более выгодным. Как отметил Л. Федун, автопарк в стране растет быстрыми темпами, и нефтяники просто не успевают за спросом. На наш взгляд, это немного странное объяснение, так как существенная часть нефтепродуктов, выработанная на российских НПЗ, экспортируется.
- Банк «ВТБ» по итогам 2010 года заработал около 54,8 млрд. рублей чистой прибыли по МСФО (P/E=16,3). В 2011 году банк планирует заработать 80 млрд. рублей без учета консолидации «Банка Москвы» и «Транскредитбанка».
- «Русгидро» в 2010 году сократил чистую прибыль по МСФО на 64,7% до 11,33 млрд. рублей. Такое падение связано переоценками и разовыми эффектами. Без их учета прибыль выросла на 11,8% до 35,9 млрд. рублей (P/E=11).

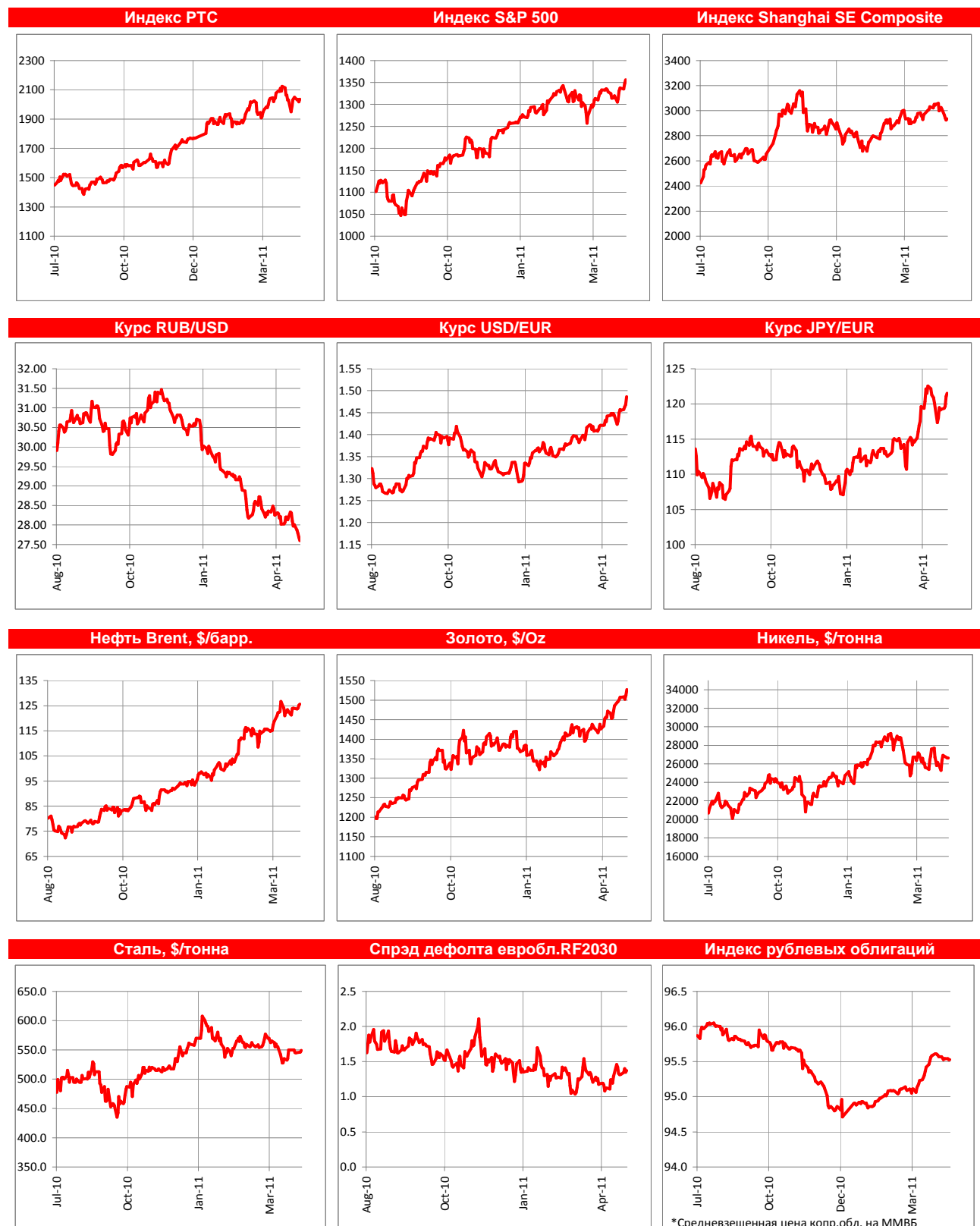


Напоследок:

Регулярно можно услышать заявления, что рост нефти может вызвать рецессию в США и других странах мира. Мы предлагаем посмотреть на фактические данные – это график доли расходов американцев на бензин и другие энергоносители (помесячный). Текущая доля расходов составляет 3,7%. Даже если нефть вырастет в 1,5 раза, эта доля не будет зашкаливать. Вряд ли взлет нефти заставит американских потребителей «окопаться». Иначе говоря, мы глубоко сомневаемся в том, что колебания цен на нефть в «нормальном» диапазоне могут вызвать рецессию. Наша уверенность подкрепляется недавним прогнозом МВФ (WEO, апрель 2011), в котором они также выражают идею, что дорогая нефть не может быть причиной возможного замедления экономики. Конечно, следует оговориться, что если, вдруг, Саудовская Аравия полностью остановит добычу (это порядка 9 млн. барр. в день из мирового баланса в 87 млн.), то возникший физический дефицит топлива может парализовать мировую торговлю и стать причиной существенных проблем в экономике. В этом фантастическом сценарии цена на нефть может взлететь выше \$1000 за баррель. Правда, это выглядит маловероятно. А вот рост нефти до \$150 за баррель или, даже до \$180 может не быть проблемой вообще. Кстати, существует альтернативная теория, что рост нефти провоцирует рост спроса со стороны нефтедобытчиков на товары, производимые в странах-потребителях, и это *стимулирует* мировой экономический рост.



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.