

Оперативный обзор фондового рынка

понедельник, 28 июня 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
МТС-ао	243.63	3.0%
ПолусЗолот	1615	1.2%
ЛУКОЙЛ	1701.3	0.8%
Газпрнефть	123.65	0.4%
Ростел -ао	117	0.0%
Уркалий-ао	116.92	-0.2%
Татнфт Зап	71	-0.3%
РБК ИС-ао	37.45	-0.5%
ОГК-5 ао	2.214	-0.7%
Новатэк ао	210	-0.9%
Татнфт Зао	142.4	-0.9%
Транснф ап	28444	-1.0%
Система ао	27.415	-1.1%
Роснефть	196.27	-1.1%
Сурпнфгз-п	13	-1.2%
Аэрофлот	59.69	-1.5%
Сурпнфгз	28.6	-1.6%
ГМКНорник	4800	-1.6%
УралСвИ-ао	1.025	-1.8%
ГАЗПРОМ ао	152	-1.9%
ВТБ ао	0.077	-2.2%
Магнит ао	2599	-2.3%
ФСК ЕЭС ао	0.328	-2.4%
СевСт-ао	323.99	-2.5%
ОГК-3 ао	1.757	-2.8%
Сбербанк	78	-2.8%
ММК	22.6	-3.0%
Сбербанк-п	57.19	-3.0%
Ростел -ап	71.57	-3.3%
РусГидро	1.61	-5.5%

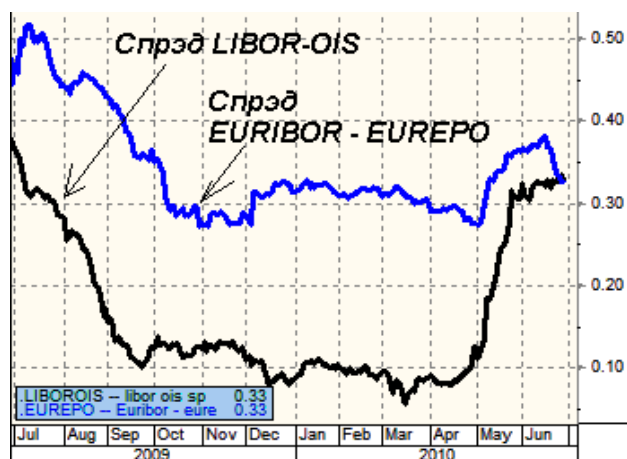
Индекс ММВБ потерял в пятницу очередной процент, это четвертый минус подряд. За это время с локального максимума прошлого понедельника рынок сполз на 4%. Примерно столько же за это время потерял индекс S&P 500, около 3% потерял индекс развивающихся рынков. Напомним, что на прошлой неделе появилось две «негативные новости».

Во-первых, до максимума взлетели котировки 5-ти летних свопов на дефолт Греции, превысив майский рекорд. Сейчас эти контракты стоят около 11% (столько должен платить покупатель свопа продавцу в год, чтобы получить 100% в случае дефолта страны в последующие 5 лет). Складывается впечатление, что рынки стали более изолированно воспринимать Грецию – в частности, «температура кризиса», то есть банковские спрэды, остаются стабильными и даже сокращаются в Европе (см. график справа). Мы также видим, что, несмотря на рост CDS Греции, курс евро остается стабильным и даже растет к доллару (почти 1.24 \$/€ сейчас, три недели назад было 1.19 \$/€). Да, акции в это время умеренно снижались, но товарные рынки росли, в частности нефть сейчас находится на \$79/баррель на NYMEX (об этом далее).

Мы уже писали, что котировки греческих CDS могут быть неправильными – рынок свопов малоликвиден, количество продавцов на нем ограничено. По психологическим соображениям количество покупателей завышено (инвесторы пытаются скопировать опыт редких счастливицков, заработавших на кризисе 2008/2009 гг). Стабилизационный фонд на €750 млрд. примерно в 2 раза превышает долг Греции, и мы считаем, что его создание как минимум купило несколько лет стране – в это время дефолт выглядит маловероятным.

Потенциальный дефолт Греции сам по себе не так страшен, просто кто-то потеряет деньги. Опасность вызывает состояние финансовой системы, потенциальный эффект домино. Плохие долги потенциально могут повторить сценарий после краха Lehman Brothers, вызвать прекращение течения кредита и остановить взаимное кредитования банков. Однако текущая динамика спрэда EURIBOR и EUREPO (ставка 3-х месячного необеспеченного межбанковского кредита в ЕС и обеспеченного ценными бумагами) показывает «дивергенцию» (расхождение) с динамикой CDS. В конце недели ЕС начала проводить процедуру стресс-тестов крупнейших банков. Напомним, что именно такая процедура проходила в начале 2009 года в США, после чего спрэды пошли вниз. В ходе стресс-тестов правительство проверяет, останется ли тот или иной банк платежеспособным даже в случае финансовых проблем. Банки, которые не проходят стресс-тесты, вынуждены увеличить капитал. И это имеет смысл – публикуемая финансовая отчетность не в полной мере отражает потенциальные риски банкротства, только тщательный анализ книг изнутри банка позволяет понять степень опасности. В 2009-м стресс-тесты сотворили чудо – восстановили взаимное доверие внутри банковской системы (что видно на графике выше – до осени 2009 года рискованные спрэды последовательно снижались). Похоже, что Евросоюз пытается действовать по такому же сценарию.

Рынки накануне:



Но пока степень взаимного доверия банков в Европе остается низкой. В пятницу был опубликован результат опроса немецких банкиров (сайт eFinancialCareers.de, 384 опрошенных, половина из них сообщила, что работает в высшем руководстве банков). Почти 3/4 опрошенных заявили, что худшее в кризисе еврозоны еще не пройдено. 68% респондентов считают, что валюта евро остается в опасности. Мы ожидаем, что Европа доведет до конца стресстесты, и это окончательно разорвет связь между возможным дефолтом Греции и проблемой «второй волны» кризиса.

Вторая негативная новость прошлой недели – это падение продаж новых домов в США в мае на 33% по сравнению с апрелем. Мы много писали об этом в четверг. Снижение продаж новых домов является циклическим и связанным с перепроизводством домов. Есть еще один фактор – в апреле закончили действие льготы для покупателя дома впервые, и провал является закономерным, люди старались провести сделки до этого «дедлайна». Продажи новых домов мая составляли эквивалент 300 тыс. домов, что значительно меньше средних темпов около 1.5 млн. Мы предлагаем рассмотреть следующие соображения. В США имеется 131 млн. односемейных домов. Предположительный срок службы дома 50 – 100 лет, после чего он сносится и строится новый (не обязательно на том же месте). Возьмем средний срок службы 75 лет, это означает, что 1/75 из всего фонда должна сноситься и строиться ежегодно. $131/75 = 1.75$ млн. – близкое к этому количество домов должна обеспечивать стройиндустрия Штатов, чтобы обеспечивать воспроизводство жилья. Таким образом, текущий объем продаж в 0.3 млн. домов является циклически низким и не удержится долго. Вопрос остается только во времени восстановления.

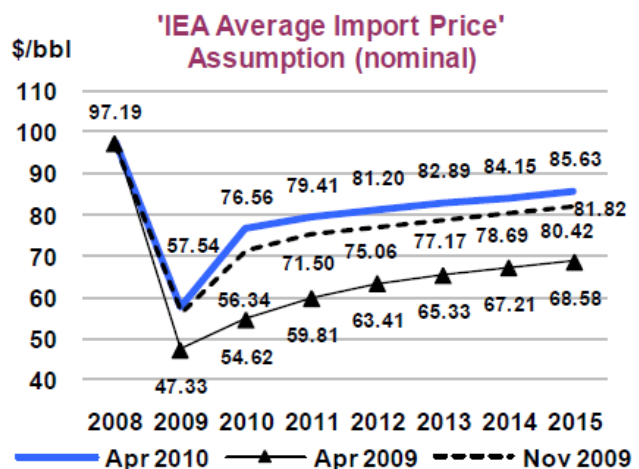
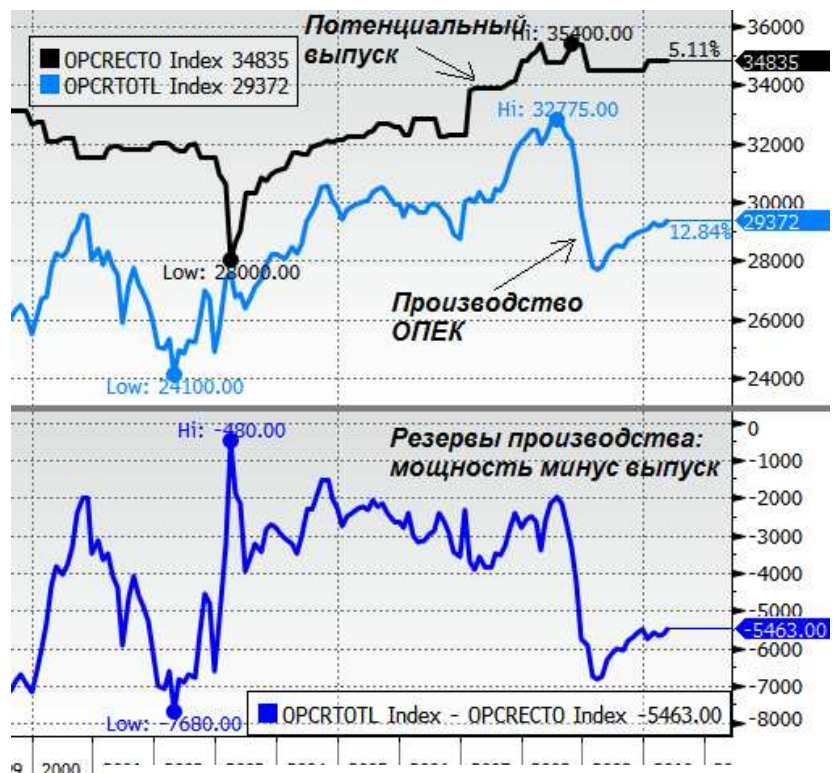
Сегодня российский рынок акций, вероятно, будет торговаться чуть выше закрытия пятницы. Америка закрылась в положительной зоне, фьючерсы на фондовые индексы в положительной зоне. Помощь может прийти от цен на нефть, которые в США составляют \$79/баррель, и \$78 в Лондоне. Это максимум за месяц, с начала мая. Причиной может быть первый тропический шторм «Алекс», который начинается в Мексиканском заливе.

Сегодня в Блумберге есть статья, идея которой сводится к тому, что волатильность нефти должна повыситься. Мир восстанавливает добычу, а резерв мощности сокращается. Справа приведен график потенциального и текущего выпуска нефти странами ОПЕК и запас мощности (нижний график). Перед кризисом этот разбег составлял 2 млн. баррелей, он увеличился почти до 7 млн. в начале 2009 года, а сейчас сократился до 5.5 млн. в день.

Картель ОПЕК сообщает, что будет наращивать производственные мощности, что позволит держать незадействованным запас в районе 6 млн. баррелей в день вплоть до 2013 года. Сравните этот объем с текущим балансом производства-потребления мира в районе 86 млн. баррелей.

Избыточная мощность ОПЕК позволит нивелировать потенциальное прерывание производства в мире (в т.ч. от ураганов). Однако запас сокращается.

Будущее цен на нефть выглядит неплохо, на прошлой неделе IEA (Международное энергетическое агентство) выпустило среднесрочный прогноз по ценам на нефть, график которого мы приводим справа. Текущие цены в районе \$78-79 выглядят «нормальными» и будут повышаться вместе с инфляцией. Ожидать провала цен на нефть не приходится.



Вкратце:

- «Ведомости» со ссылкой на «Интерфакс» сообщают, что немецкая E.On может продать 3,5% акций «Газпрома». Как пишет газета, акции не будут продаваться на рынке – слишком велик риск обвала котировок, что может ухудшить отношения с «Газпромом». Скорее всего, покупателем этого пакета выступят российские структуры с госучастием. Немецкая Ruhrgas (впоследствии поглощенная E.On) приобрела 3,5% акций «Газпрома» в 1998-1999 гг. за \$920 млн. Сейчас этот пакет стоит \$4,06 млрд. Сами стороны возможную продажу акций «Газпрома» не комментируют.
- ВР не стала продавать свою долю в «Роснефти», а отдала ее в обеспечение кредита. Напомним, что последнюю неделю рынок взбудоражен слухами о том, что ВР, которой нужны деньги на ликвидацию последствий разлива нефти, продает акции «Роснефти».
- Верховный суд Нидерландов в Гааге отказал в апелляции «Роснефти», поданную в рамках рассмотрения дела о взыскании с нее \$400 млн. в пользу Yukos Capital. Напомним, что спор касался займов, которые Yukos Capital в 2004 году выдала «Юганскнефтегазу». Потом контроль над должником получила «Роснефть», которая, по мнению Yukos Capital, и должна была вернуть долг с процентами — \$400 млн.
- «Сургутнефтегаз» на годовом собрании одобрил выплату дивидендов за 2009 год из расчета 1,0488 рублей на привилегированную акцию (доходность 8%) и 0,45 рублей – на обыкновенную (доходность - 1,6%).
- EPFR Global сообщил, что за неделю с 17 по 23 июня фонды, ориентированные на вложения в акции компаний России и СНГ, привлекли \$125 млн.
- Выручка «Седьмого континента» по итогам 2009 года выросла на 11,8% до 44,6 млрд. рублей. Чистая прибыль ритейлера выросла на 8,3% до 1,3 млрд. рублей. Долг сети на конец года составил 8,8 млрд. рублей. Рентабельность EBITDA немного снизилась до 9,2% с 10% в 2008 году. В прошлом году «Седьмой континент» открыл только 5 новых супермаркетов и два гипермаркета. По словам главы компании, падение рентабельности могло быть более существенным, если бы ритейлер открывал больше новых магазинов.
- Акционеры «Магнита» на годовом собрании проголосовали за выплату дивидендов в 10,06 рублей на одну обыкновенную акцию (доходность 0,4%).
- В субботу прошло собрание акционеров «Ростелекома», которые ободрили реорганизацию компании в форме присоединения к ней МРК. Однако на собрании не удалось принять поправки в устав «Ростелекома», предусматривающие увеличение дивидендов по привилегированным акциям.

Местное:

- На годовом собрании акционеры «Сильвинита» утвердили дивиденды по итогам 2009 года в размере 65 рублей на обыкновенную (доходность – 0,36%) и 638 рублей – на привилегированную акцию (доходность – 5,2%). Всего на выплату дивидендов будет направлено 2,1 млрд. рублей, что составляет 13,1% чистой прибыли за 2009 год.
- ФАС намерена выяснить, не заключали ли С. Керимов, А. Несис и Ф. Гальчев соглашение о консолидированном управлении 53,2% пакетом акций «Уралкалия». По словам И. Артемьева, никто из них не обращался в ФАС за санкцией на сделку, так как для каждой из сделок по отдельности согласия ведомства не требуется. Однако если между ними есть соглашение, то эта сделка должна была проходить через ФАС. Заметим, что достоверно убедиться в наличие такого соглашения будет достаточно сложно.
- ЗАО «Пеноситал», производитель пеностекла с использованием нанотехнологий, вошло в процедуру наблюдения из-за задолженности перед налоговиками на 1,15 млн. рублей. Как пишет «Коммерсант», в конце прошлого года было зарегистрировано одноименное ООО, которое, по словам главы «Пеноситал», создано для реализации совместно с «Роснано» проекта по расширению производства. Однако по данным экс-министра промышленности Пермского края Д. Теплова, в феврале этого года собственники ЗАО передали все активы на баланс ООО «Пеноситал».

Напоследок:

Каждую неделю в США выходит оценка коммерческих запасов нефти (кроме стратегических запасов правительства). Публикуется два показателя - по версии Американского нефтяного института (API) и Департамента энергетики США (DOE). Цифра по API выходит раньше, в 0-30 ночи по МСК четверга. DOE - 18-30 МСК этого же четверга. Данные API рассчитываются на основании добровольных отчетов нефтяных компаний, DOE - обязательных, поэтому последняя цифра более точная. Данные примерно совпадают (см. график ниже).

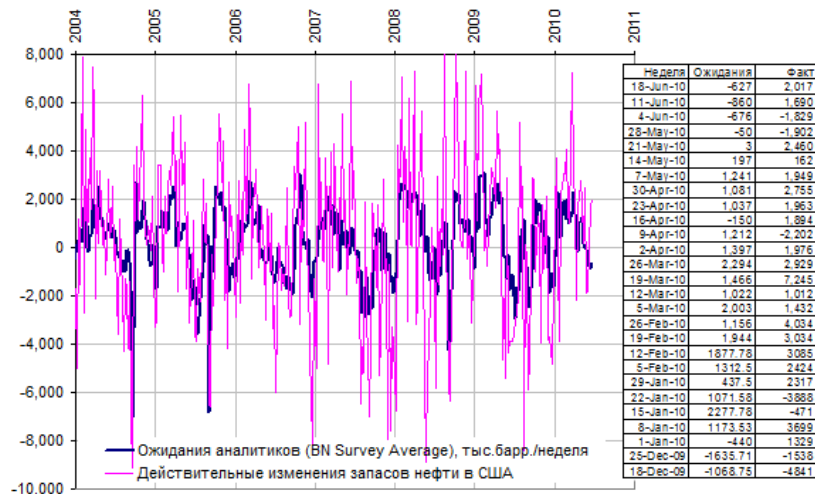
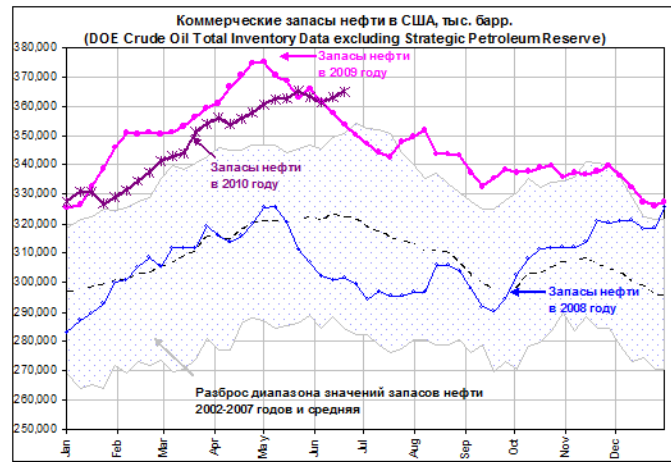
Текущие коммерческие запасы в США составляют 365 млн. баррелей, тогда как ежедневное потребление Штатов около 19 млн. (т.е. запасы примерно на 19 дней). К слову, до 2008 года США несколько лет потребляли объемы ближе к 21 млн. баррелей в день.

Данные имеют выраженную сезонность, к концу весны и летом они достигают пика, осенью падают. Аналитики пытаются интерпретировать уровни запасов нефти в США, как индикатор перекоса спроса над предложением. Если запасы растут, то значит, нефти много и цена должна падать. Вот только проблема - сейчас запасы нефти в США поднялись выше сезонных рекордов прошлых лет, а нефть остается сравнительно дорогой, \$78 за Брент на ICE. По крайней мере, сейчас эта логика не работает.

Конечно, можно придумывать разные причины, кроме данных по запасам нефти в США это не весь мир, кроме них есть запасы бензина и других дистиллятов. Кроме этого есть неритмичность поставок - гигантские танкеры перевозят по 2 млн. баррелей за раз и разгрузка такого танкера, а то и двух может заметно изменить запасы. На это все влияет погода, кроме этого есть спекулянты и т.д.

Историю про запасы часто поднимают журналисты и другие комментаторы, которым как-то нужно интерпретировать колебания фьючерсов на нефть. Поэтому, регулярно можно услышать, что запасы изменились больше/меньше ожиданий или неожиданно упали/выросли и что это повлияло на цены. Поэтому просто посмотрим, как угадывается эта цифра. Розовая линия показывают изменения в тыс. баррелей за неделю, темная - ожидания. То, что есть некоторая взаимосвязь между розовой и синей линией не должно радовать - это скорее отражение сезонности, про которую знают прогнозисты, а не отражение их аналитических способностей.

Еще любопытнее взглянуть на индивидуальные прогнозы изменений запасов. Мы видим, что в прошлую неделю были ожидания +1.2 млн., а были



<HELP> for explanation.
299<Go> to View Graph

Index ECO

Economist Estimates

Date/Time	Indicator	BN Survey	Actual	Prior	Revised
6/23 20:30	US DOE U.S. Crude Oil Inventories	(JUN 18) -800K	2017K	1690K	--

Economist	Firm Name	Estimate	Date	Summary
1) Peter Beutel	Cameron Hanover Inc.	-2000K	6/21/2010	Median -800K
2) Tim Evans	Citi Futures Perspective	-1500K	6/21/2010	Average -627K
3) Bill O'Grady	Confluence Investment Mgmt	-1500K	6/21/2010	High 1200K
4) Kyle Cooper	IAF Advisors	-1000K	6/22/2010	Low -3000K
5) Drew Wozniak	ICAP Energy	700K	6/23/2010	Number 15
6) Sung Yoo	J.P. Morgan Chase	-800K	6/22/2010	
7) Tom Pawlicki	MF Global	-1000K	6/21/2010	
8) Mike Fitzpatrick	MF Global	-600K	6/21/2010	
9) Antoine Hallif	Newedge USA	1200K	6/22/2010	
10) Carl Larry	Oil Outlooks & Opinions LLC	-1750K	6/22/2010	
11) Phil Flynn	PFGBest	1000K	6/21/2010	
12) Jason Schenker	Prestige Economics	750K	6/22/2010	
13) Jim Ritterbusch	Ritterbusch & Assoc.	-3000K	6/21/2010	
14) Maxime Denery	Societe Generale	-500K	6/22/2010	
15) Addison Armstrong	TFS Energy	600K	6/22/2010	

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P. SN 157990 H635-1219-0 25-Jun-2010 13:25:02

-3 млн. Средняя -627 тыс. и медиана -800 тыс. - довольно случайная величина. Да и пытаются прогнозировать эти цифры не так много - всего 16 человек.

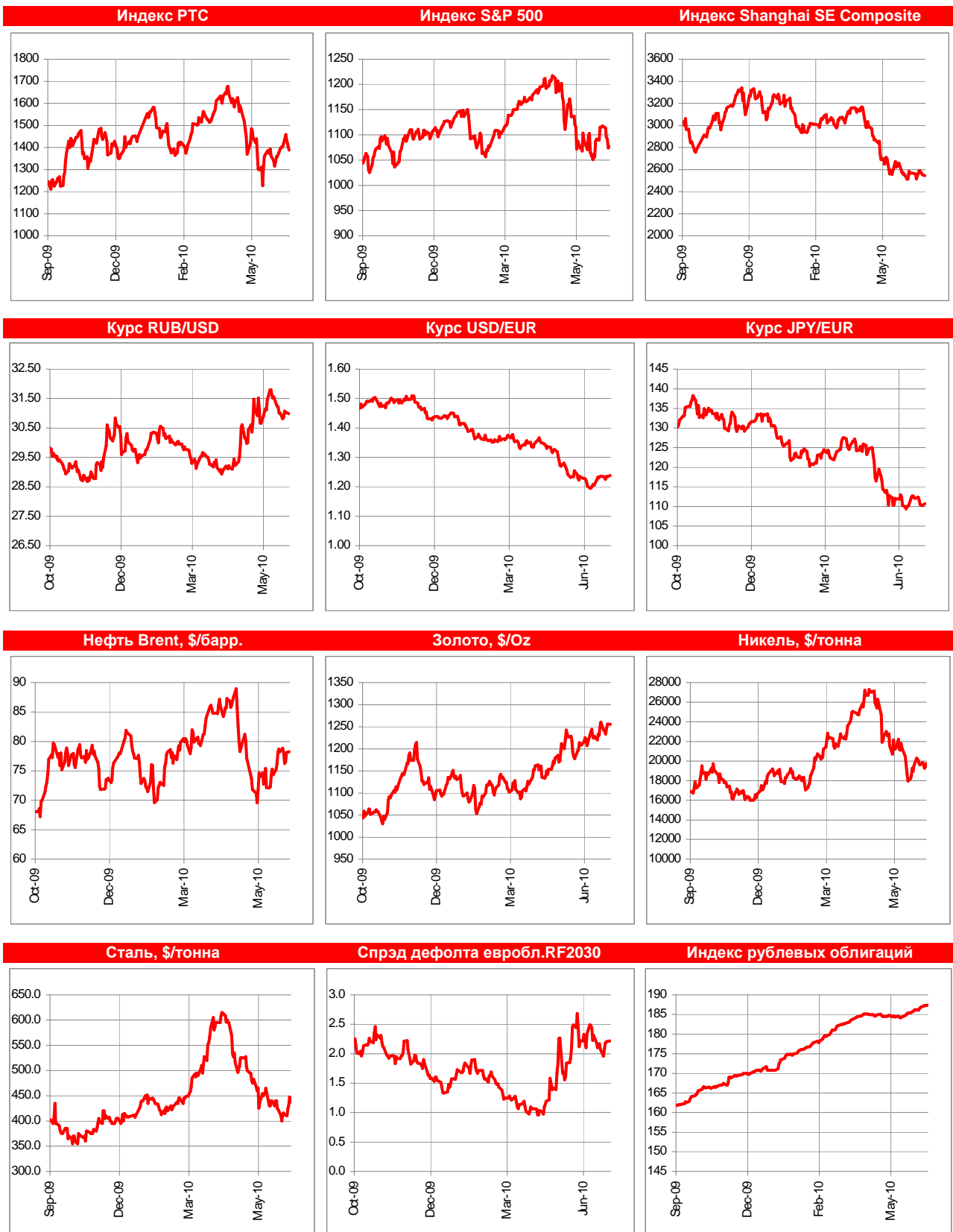
Нельзя сказать, что в истории про связь запасов нефти и ценой на нее нет смысла. Что-то есть. Но можно придумать ситуацию, которая сломает эту логику. Предположим, что нефтеперерабатывающие предприятия США знают, что скоро поставки упадут. Из-за урагана, из-за войны. Скорее всего, цены на нефть в это время будут высокими, а коммерческие компании будут накапливать дополнительные запасы. Что будет противоречить наивному предположению, что высокие запасы = дешевеющая нефть.

Так, что в следующий раз, когда услышите объяснения журналистов про резко изменившиеся запасы, смело страхните лапшу с ушей. Мы их понимаем, если нужно каждый день комментировать рынок, а хороших мыслей нет, приходится писать, о чем получится.

Ну и последний график - запасы по версии DOE и API. Уровень примерно совпадает. Однако, если нарисовать недельные изменения на одном графике, то согласованность цифр была бы куда хуже. К примеру, по API прирост прошлой недели +3.7 млн. баррелей, по DOE +2 млн. Разница почти кратная. Поэтому, на месте выше приведенных 16-ти аналитиков мы даже не пытались бы угадывать.



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.