

«ИДЕЙНЫЙ» ДЕФИЦИТ



Понедельник, 19 – 23 октября
J&T BANK об актуальном в мире финансов

ПАМЯТКА: Бесконтрольный оптимизм часто превращается в манию...

КОНЪЮНКТУРА

Достигнув годовых пиков, рынки акций развитых стран на минувшей неделе взяли паузу – в США недельное снижение фондовых benchmarks составило 0,1-0,7%, в Западной Европе – 0,1-0,5%. Исключением стала Великобритания (FTSE100 +1%). Инвесторов не смутил факт того, что страна продолжает оставаться в состоянии рецессии (по предварительным данным ВВП за III квартал'2009 снизился ко II кварталу'2009 на 0,4%). Судя по всему, ситуация в экономике Великобритании сейчас рассматривается через призму «хуже не будет», поэтому участники рынка надеются, что уже в следующем квартале на фоне оживления мировой экономики в целом, и у ближайших «соседей» (Германия и Франция) в частности, в IV квартале рост ВВП все-таки станет реальностью.

В свою очередь, пока на Западе происходит переоценка адекватности сложившихся ценовых уровней фундаментальным реалиям, на Востоке вновь начинает раскручиваться моховик покупок. Свообразным магнитом для всех желающих сыграть на эйфории «быстрого восстановления», судя по всему, становится Китай (+4,4% за неделю). По отношению к прошлому году ВВП Китая в III квартале увеличился на 8,9%, промпроизводство – на 13,9%, розничные продажи – на 15,5%. Таких высоких макропоказателей среди сильных мира сего и близко ни у кого нет. При этом Shanghai Comp располагается в настоящее время вблизи июльских значений прошлого года. Таким образом, складывается весьма привлекательная инвестиционная картина – доказательства устойчивости экономики получены, но рынком они еще не отыграны в полной мере.

Отметим, что Китай во многом способствует формированию позитивного взгляда глобальных инвесторов на большинство развивающихся рынков. И Россия входит в этот список. С начала октября еженедельный приток средств в фонды российских акций вырос в 6 раз, превысив отметку в \$450 млн. за период с 14 по 21 октября. Мы не исключаем, что определенное влияние на рост аппетита к России оказала и официальная внутренняя статистика. В частности, продолжает сокращаться безработица (7,6% в сентябре после 8,1% в августе), яма в годовой динамике промпроизводства сократилась в сентябре до 9,5% против 12,6% в августе, инфляция 9 недель подряд не подает признаков жизни, а объем ЗВР достиг январских значений.

Однако данные цифры преимущественно являются следствием благоприятной сырьевой конъюнктуры. Хотя укрепляющийся рубль без сопутствующего разгона инфляции все-таки не позволяет списать все улучшения исключительно на «нефтяной фактор».

ОСНОВНЫЕ ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ

Регион	Индекс	Знач.	Неделя	YTD %	PE	PBV	PS	52WH	52WL
Россия	MICEX ↑	1 365,09	3,6%	120%	16,0	1,5	1,4	1 388,74	493,62
	RTSIS ↑	1 461,30	3,7%	131%	17,3	1,2	1,3	1 467,16	498,20
Развитые рынки									
США	DJ ↓	9 972,18	-0,2%	14%	14,9	2,7	1,3	10 119,47	6 469,95
	S&P 500 ↓	1 079,60	-0,7%	20%	20,8	2,2	1,2	1 101,36	666,79
	NASDAQ ↓	2 154,47	-0,1%	37%	36,9	2,6	1,8	2 190,64	1 265,52
Англия	FTSE ↑	5 242,57	1,0%	18%	90,5	2,0	1,1	5 299,57	3 460,71
Германия	DAX ↓	5 740,25	-0,1%	19%	46,3	1,5	0,6	5 888,21	3 588,89
Франция	CAC ↓	3 808,24	-0,5%	18%	14,7	1,4	0,7	3 913,81	2 465,46
Швейцария	SWISS MARKET ↑	6 378,06	0,5%	15%	38,6	2,6	1,7	6 473,65	4 234,96
Япония	NIKKEI ↑	10 282,99	0,2%	16%	-	1,7	1,1	10 767,00	6 994,90
Развивающиеся рынки									
Китай	SHANGHAI ↑	3 107,85	4,4%	71%	34,2	3,4	2,2	3 478,01	1 664,93
Гонконг	HANG SENG ↑	22 589,73	3,0%	57%	24,1	2,2	3,1	22 620,01	10 676,29
Корея	KOSPI ⇄	1 640,17	0,0%	46%	36,3	1,3	0,8	1 723,17	892,16
Индия	BSE SENSEX ↓	16 810,81	-3,0%	74%	21,2	3,5	4,0	17 493,17	7 697,39
Бразилия	BOVESPA ↓	65 058,84	-1,7%	73%	22,8	2,1	1,6	67 529,90	29 435,11
Турция	ISE 100 ↑	51 380,65	3,2%	91%	17,4	1,7	1,1	51 863,13	20 912,19
Польша	WSE WIG ↑	40 262,94	4,7%	48%	-	1,5	0,9	40 298,48	20 370,29
Чехия	PRAGUE STOCK ↑	1 175,20	1,7%	37%	27,5	1,6	1,6	1 195,70	606,90
Венгрия	BUDAPEST STOCK ↑	21 303,09	0,8%	74%	12,8	1,5	1,0	21 664,03	9 337,99
Словакия	SLOVAK SHARE ↓	274,93	-8,5%	-23%	17,1	1,0	0,4	408,76	291,60
Украина	PFTS ↓	612,83	-5,8%	103%	99,7	1,4	0,7	661,74	199,12
Индексы MSCI									
Россия	MSCI RUSSIA ↑	836,81	3,7%	37%	13,7	1,3	1,4	887,12	328,85
БРИК	MSCI BRIC ↑	331,28	0,9%	18%	N/A	N/A	N/A	334,27	135,25
Развивающиеся	MSCI EM ↑	967,95	0,2%	15%	21,5	2,1	1,3	983,70	445,94
Мир	MSCI WORLD ↓	1 153,42	-0,2%	10%	28,6	1,7	1,0	1 175,51	684,07

ИСТОЧНИК: Bloomberg, MMBB, PTC; мультипликаторы MICEX - расчеты J&T BANK

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

Позитивные для российского рынка акций итоги прошлой недели позволяют говорить о том, что наш рынок в настоящее время начинает обретать черты самостоятельной глобальной инвестиционной идеи. Избавившись ранее от прямой зависимости к ценовым колебаниям сырьевого рынка, теперь наши индексы стали вести себя достаточно независимо и относительно американского фондового рынка. По итогам торговой недели с 19 по 23 октября MICEX и RTSI выросли (в пику упавшим S&P и Dow Jones) на 3,6-3,7%, завершив пятницу закрытием на отметках 1365,09 и 1641,3 пунктов соответственно.

Лучшим отраслевым сегментом, как и неделей ранее, стал телекоммуникационный сектор (MICEX TLC +4,86%). В свою очередь, гораздо слабее относительно benchmark выглядел нефтегазовый сектор (MICEX O&G +1,36%).

В положительной зоне закрыли неделю 85% бумаг, входящих в MICEX. При этом лидерами роста стали акции Уралкалия (+19%), Ростелекома (+14%) и ГКМ «Норильский никель» (+10%). Вместе с тем, основные продажи пришлось на акции Газпром нефти (-6%), ММК (-3%) и Мосэнерго (-1%).

Практически всю неделю MICEX провел в коридоре 1320-1380 пунктов. При этом означенная консолидация сопровождалась сокращением активности операторов – средненежной объем торгов бумагами, входящими в MICEX упал до 73 млрд. руб. (91 млрд. руб. неделей ранее).

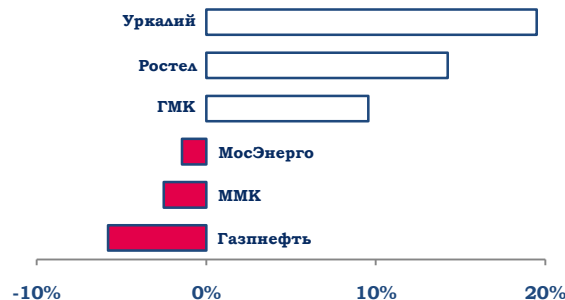
Как видно, текущие уровни рассматриваются многими инвесторами как вполне справедливые (российские индексы с мультипликатором PE равным 16-17x превосходят некоторые традиционные ориентиры – например, Dow Jones с PE 14,9x). По крайней мере, покупки по нынешним ценам сейчас уже не вызывают особого энтузиазма. Некоторую нервозность привносят и слухи о желании ВЭБа распродать свой портфель, сформированный в период кризисной распродажи прошлой осенью. Ведь получается, что один из главных стратегических инвесторов (обладающих значительным массивом внутренней закрытой информации), купивший бумаги с прицелом на получение 5-летней доходности на уровне 15-20%, уже достиг своих целей и не видит потенциала для дальнейшего роста своих вложений в оставшейся 4-летней перспективе?

Как бы то ни было, мнение ВЭБа не единственное на рынке. Иностранцы фонды, судя по продолжающемуся притоку средств в Россию, настроены вполне оптимистично. Что, видимо, и позволяет розничным инвесторам не впадать в пессимизм, а индексам не корректироваться под давлением фактора технической перекупленности.

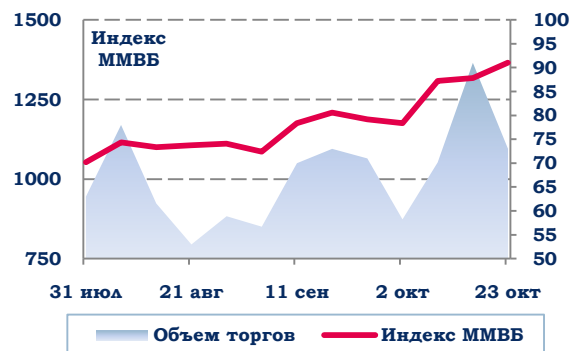
НАСТРОЕНИЯ В РОССИИ



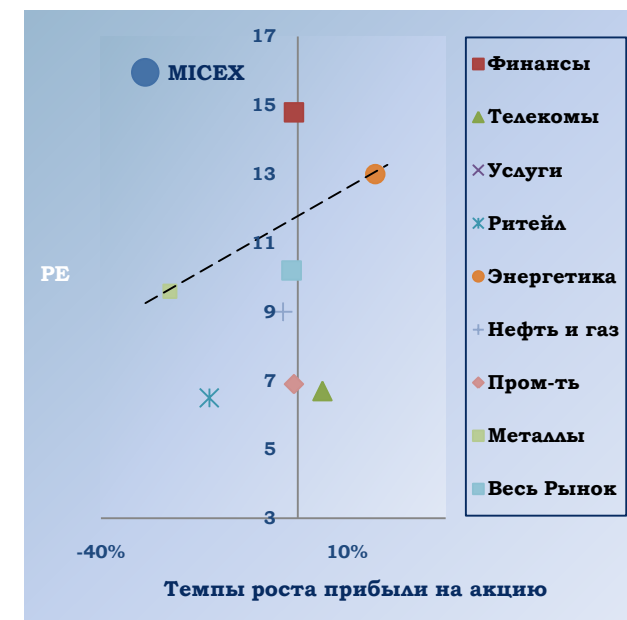
Лучшие/Худшие в MICEX



Среднедневной объем торгов на ММВБ



РЫНОЧНАЯ КАРТА



Сектор	PE	EPS Growth
MICEX	16,0	-31%
Весь Рынок	10,2	-1%
Пром-ть	6,9	-1%
Телекомы	6,7	5%
Финансы	14,8	-1%
Нефть и газ	9	-3%
Услуги	21,8	18%
Металлы	9,6	-26%
Ритейл	6,5	-18%
Энергетика	13	16%

ИСТОЧНИК: Bloomberg

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

ИДЕЯ МИНУВШЕЙ НЕДЕЛИ: Консолидация МРСК

На минувшей неделе инвестсообщество российского фондового рынка было взбудоражено новой «идеей» из разряда «рискового арбитража» - возможной консолидацией МРСК на базе Холдинга МРСК. На наш взгляд, реализация этой программы – еще более сложная задача, чем ребус по реорганизации Связьинвеста. Если, конечно, государство пожелает сохранить контроль в объединенной компании...

Проблема №1. Доля миноритарного участия в уставном капитале Холдинга МРСК приблизительно равна 45%. При этом сам Холдинг располагает 45-67% «голосов» в РСК. Т.е. «прямая» доля государственного участия при слиянии компаний на базе текущих рыночных цен едва превышает 40%.

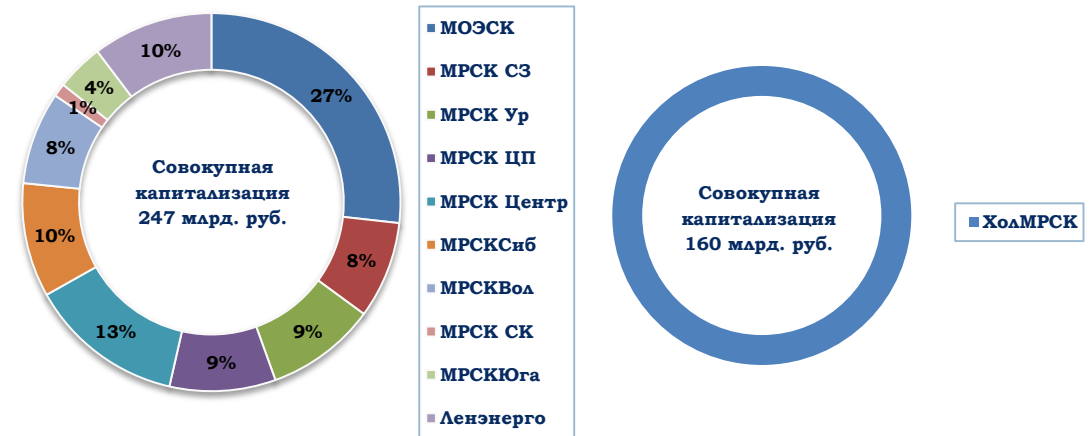
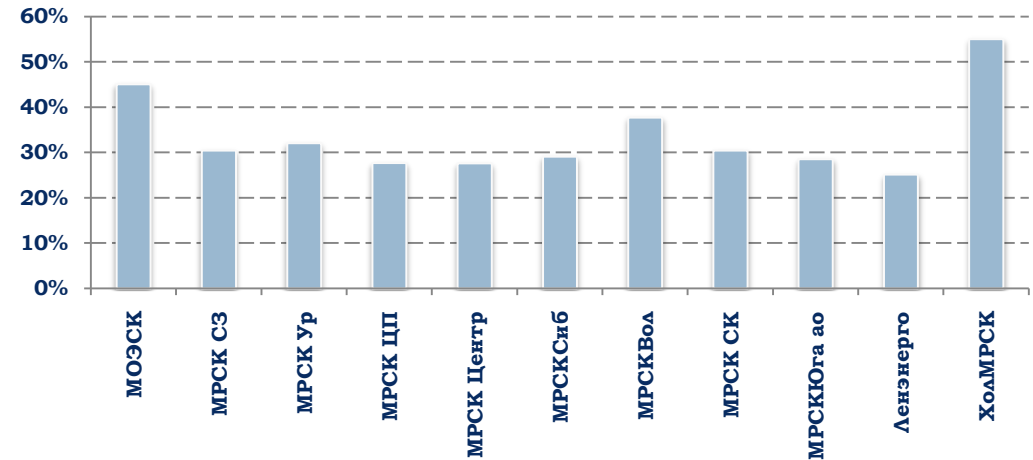
Проблема №2. Капитализация Холдинга МРСК в настоящий момент на треть отстает от совокупной капитализации РСК (160 млрд. руб. против 247 млрд.руб.). Другими словами, чтобы государство сохранило контроль в Холдинге МРСК, оценка самого Холдинга должна значительно превысить оценку его составных частей. Пожалуй, отчасти это можно сделать путем последующих допэмиссий в пользу государства или же доведением в объединенную компанию дополнительных активов.

Вместе с тем, текущее соотношение капитализации Холдинга МРСК и его «дочек» может равным счетом ничего не значить уже через полгода, когда вся программа может обрести очертания близкие к реальности. Если допустить, что за указанный период совокупная капитализация РСК останется на месте или даже чуть снизится (с бумагами, средний PE которых равен 19х, это вполне может случиться), а Холдинг МРСК подорожает до более приличных его статусу величин, устранив 35% дисконт к РСК, тогда государству гораздо легче будет идти на консолидацию.

Резюмируя, мы считаем, что главными бенефициарами этой программы, видимо, станут акционеры Холдинга МРСК. При этом в гораздо большем выигрыше могут оказаться владельцы «префов» Холдинга. Дело в том, что из всех консолидируемых компаний «префы» есть только у Холдинга и у Ленэнерго. Соответствующий спред «префов» к «обычке» составляет 51% и 83% соответственно. В борьбе за контроль над компанией государство вполне может ликвидировать «префы». Вместе с тем, имея небольшой «привилегированный» пакет в Холдинге (около 7% от общего количества «префов»), «мажоритарии» будет выгодно установить приемлемый коэффициент обмена на «обычку» (например, в пределах 70-80%). А сопутствующая растущая динамика «обычки» добавит позитивного влияния на рыночную стоимость «префов» Холдинга МРСК.

Исходя из данного сценария развития событий, мы допускаем, что привилегированные акции Холдинга МРСК в полугодовой перспективе могут показывать опережающую среднюю по сектору динамику. **Консервативный потенциал роста этих бумаг составляет 37-40%, а их «адекватная» цена равняется 2,68-2,72 рубля за акцию.**

ОРИЕНТИРОВОЧНАЯ ДОЛЯ ГОСУДАРСТВА В МРСК



ОЖИДАНИЯ ПО ДИНАМИКЕ РОССИЙСКИХ ИНДЕКСОВ

В настоящее время российский фондовый рынок находится в очень сложном положении. С одной стороны, рынок купается в море ликвидности. С другой стороны, выгодных объектов для ее приложения практически нет. Дело дошло до того, что рост на десятки процентов показывают бумаги эмитентов, находящихся в состоянии дефолта, лишь на том основании, что долг может быть реструктурирован.

На наш взгляд, нынешнее состояние рынка с точностью до наоборот повторяет панику прошлой осени, когда все бумаги попадали под давление маниакальных, и зачастую необоснованных, продаж. При этом, опираясь на относительное падение среднедневных оборотов, можно сделать вывод, что еще не все «пассажиры» сели в проходящий поезд, поэтому растущая динамика индексов сохраняет некоторый запас для своего продолжения – до психологической отметки в 1400-1410 пунктов по МІСЕХ. Однако бесконечно безыдейный спекулятивный рост продолжаться не может. И после достижения указанного уровня мы ожидаем начала достаточно сильной коррекции – вплоть до 1300 пунктов – способной родить новые инвестиционные идеи, с которыми сейчас наблюдается очевидный дефицит...



Календарь спекулянта

		Ожидания	Предыдущее
27 октября, вторник			
США	16:30	Индекс потребительского доверия в октябре	53,5 / 53,1
28 октября, среда			
	15:30	Динамика заказов на товары длительного пользования в сентябре	1,00% / -2,40%
США	17:00	Продажи новостроек в сентябре	440 000 / 429 000
	17:30	Запасы нефти и газа	
29 октября, четверг			
Германия	11:55	Уровень безработицы в октябре	8,30% / 8,20%
Еврозона	13:00	Индекс потребительского доверия в октябре	-18,0 / -19,0
США	15:30	Заявки на пособие по безработице	525 000 / 531 000
		Предварительный ВВП за III квартал'2009	3,20% / -0,70%
30 октября, пятница			
Еврозона	13:00	Уровень безработицы в сентябре	9,70% / 9,60%
	15:30	Динамика персональных доходов в сентябре	0,00% / 0,20%
США		Динамика персональных расходов в сентябре	-0,50% / 1,30%
	17:00	Индекс Мичиганского Университета	70,0 / 69,4

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Управление операций на финансовых рынках

Тел.: +7 495 925 2191
Факс: +7 495 697 5824

Россия 121069, Москва
Трубниковский пер., 13 стр. 1

Начальник Управления

Зими́на Элина
Доб. 152

Отдел брокерского обслуживания

Красникова Светлана
Доб. 138

Иванова Олеся
Доб. 116

Анализ рынка

Пискунова Надежда
Доб. 110

Арде́ев Андрей
Доб. 123

Настоящий документ подготовлен специалистами Управления операций на финансовых рынках J&T BANK на основе источников, которые мы считаем достоверными. Однако мы не гарантируем полноту и точность использованных в данном материале данных. Характер данного документа является исключительно информационным. Оценки и мнения, содержащиеся в документе, являются частным мнением специалистов Управления операций на финансовых рынках и не должны рассматриваться как предложение к совершению каких-либо операций с ценными бумагами или как руководство к принятию инвестиционных решений или иных действий. J&T BANK не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования информации, содержащейся в данном материале. Инвестирование на российском рынке ценных бумаг несет в себе значительные риски, поэтому инвесторы должны проводить самостоятельный анализ рынка и финансовых инструментов до совершения сделок.

Настоящий материал не может быть воспроизведен, копирован, распространен или изменен полностью или частично без получения предварительного письменного согласия J&T BANK. Дополнительная информация может быть предоставлена по дополнительному запросу в письменном виде. J&T BANK не несет ответственности за несанкционированное использование настоящего документа третьими лицами.