

Еженедельный комментарий портфельных менеджеров

12 февраля 2010 года

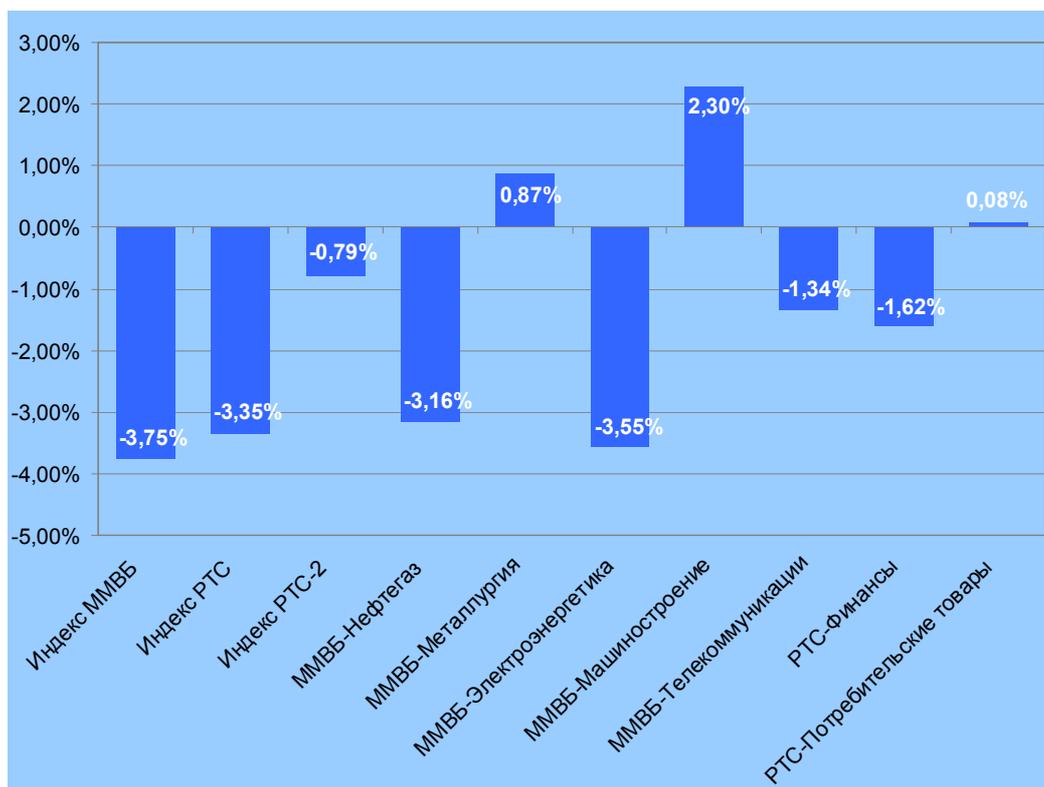


Краткое резюме

- Российский рынок акций скорректировался вниз вопреки благоприятным внешним факторам.
- Активность на рынке рублевого долга была вялой. На первичном рынке ощущается дефицит предложений.

Рынок акций

Несмотря на повсеместный позитив, российский рынок акций завершил вторую неделю февраля «в миноре», хотя поводов для роста было достаточно. Индекс S&P 500 прибавил 0.9%, а индекс развивающихся рынков MSCI Emerging Markets – 2.7%. Цена барреля нефти марки Brent выросла на 4.8%, золото – на 2.5%, а «широкий» индекс товарных рынков DJ UBS – на 3.5%. Восприятие инвесторами суверенного российского риска улучшилось: спред пятилетних CDS сузился до 200 б.п. Индекс VIX – индикатор волатильности – опустился до 23%. Как мы видим, фондовые индексы и дополнительные индикаторы пока остаются в рамках долгосрочного «бычьего» тренда. Российские индексы тем временем потеряли от 3.4% (индекс РТС) до 3.8% (индекс ММВБ).



В наибольшей степени пострадали электроэнергетика (под влиянием волны пессимизма, последовавшей за невключением акций «Холдинга МРСК» в индекс MSCI Russia) и нефтегазовый сектор. Причиной слабой динамики акций нефтегазового сектора стала их высокая ликвидность, позволяющая инвесторам быстро избавляться от этих бумаг, и негативная реакция рынка на результаты встречи с «Газпромом». Акции компании, занимающие в индексе ММВБ значительную долю (15%), подешевели за неделю на 10.6%, показав худшую динамику.

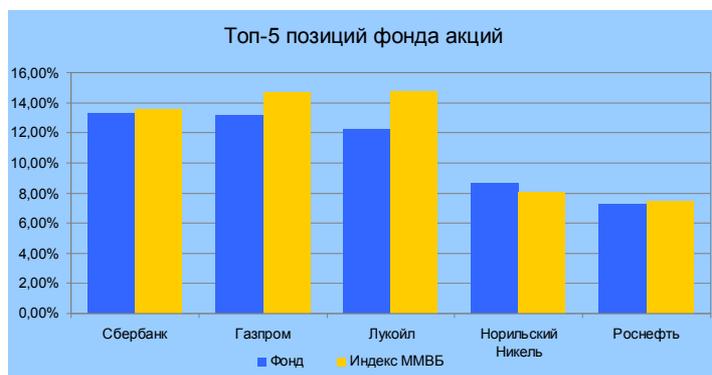
Сергей Григорян, Андрей Бершадский,
Николай Петров, Виктория Кибальченко

Еженедельный комментарий портфельных менеджеров

12 февраля 2010 года



Мы придерживаемся сценария, при котором глубокие просадки рынка в 2010 году станут поводами для покупок. Мы также уверены в значительном усилении волатильности, по сравнению с прошлым годом. Рынок акций может стать привлекательным инструментом для долгосрочных инвесторов (с горизонтом от трех лет), готовых наращивать свои вложения при просадках (от 20% и выше), а также для спекулятивно настроенных игроков, ежедневно отслеживающих колебания котировок в надежде заработать на краткосрочных движениях рынка.



С точки зрения технического анализа диапазон 1190-1210 пунктов являются критическими уровнями поддержки для индекса ММВБ. Эта зона служит точкой притяжения для игроков, поскольку в ней сосредоточены локальные минимумы ноября 2009 года и 200-дневная скользящая средняя, которая выполняет функцию фильтра, отделяющего «бычий» рынок от «медвежьего». Если эта планка будет пробита, индекс ММВБ может уйти на уровень 990-1010 пунктов, что является 50-процентным откатом от всего накопленного роста (с 494 пунктов в октябре 2008 до 1491 пункта в январе 2010 года). Если достижение уровня 1200 пунктов по индексу ММВБ, на наш взгляд, выглядит вполне реальным в рамках обычной технической коррекции в течение второго квартала, то для падения до 1000 пунктов потребуются более веские основания.

По нашей оценке, в текущих условиях индекс ММВБ торгуется с коэффициентом «цена-прибыль 2010 года» чуть выше 9. Если же нефтяные цены резко упадут (например, по причине глобального экономического шока), то российские акции уже не будут выглядеть дешевыми. И хотя мы считаем, что вероятность наступления пессимистического сценария не превышает 20%, тем не менее, полностью исключать его нельзя. В случае если индекс ММВБ упадет ниже 1200 пунктов, мы рекомендуем временно сократить риск в портфелях и сконцентрироваться на инструментах с фиксированной доходностью. При менее значительной коррекции продавать акции не имеет смысла. На пробое вверх отметки 1360 пунктов мы бы предложили увеличить долю акций в расчете на новые локальные максимумы.

Долговой рынок

Из-за неопределенного внешнего фона, омраченного долговой нагрузкой Греции и ужесточением денежно-кредитной политики со стороны Китая, активность на рынке облигаций была низкой. При этом были и позитивные моменты. Цены на нефть всю неделю демонстрировали небольшой, но устойчивый рост. Рубль немного укрепился относительно и вплотную подошел к нижней границе бивалютной корзины. Ее стоимость к концу недели составила 35 рублей. По данным Росстата, инфляция за неделю (со 2 по 8 февраля) составила всего 0.2% (1.9% с начала года), что указывает на ее замедление.

Еженедельный комментарий портфельных менеджеров

12 февраля 2010 года



На первичном рынке ощущается острый дефицит новых предложений. Впрочем, найти интересные предложения на вторичном рынке не менее сложно. Спрос на разместившиеся на прошедшей неделе выпуски РСХБ-10 и РСХБ-11 превысил предложение в четыре раза. Сказанное выше не распространяется на третий эшелон. Инвесторы с опаской относятся к этой категории заемщиков, о чем свидетельствуют результаты размещения выпусков «Виктории-финанс». Из двух выпусков со сроком обращения полтора года и шесть месяцев, компания смогла разместить только последний. Его доходность к оферте составила 12.89%, которую мы считаем хорошим результатом для заемщика.

На будущей неделе состоятся размещения двух выпусков биржевых облигаций «Северстали» 2 и 4 серии общим объемом 15 млрд. рублей, а также нового выпуска биржевых облигаций «Глобэксбанка». Ориентир доходности по выпускам «Северстали» с погашением через три года составляет YTM10.25-10.78%, что мы считаем справедливым уровнем. Мы ожидаем, что эти выпуски будут пользоваться хорошим спросом, учитывая дефицит приличных эмитентов. Ориентир доходности к годовой оферте по выпуску «Глобэксбанка» находится на уровне 9.99-10.71%, поскольку кредитное качество данного заемщика неоднозначно.

Основным достоинством «Глобэксбанка» (рейтинги ВВ-/ВВ) служит акционерная поддержка со стороны «Внешэкономбанка», который владеет 99% акций банка. При этом «ВЭБ» рассматривает «Глобэксбанк» как один из своих инвестиционных проектов, а не дочернюю структуру. Скорее всего, этот пакет акций через какое-то время будет продан, чтобы компенсировать средства, затраченные на санацию банка. Сроки продажи неизвестны. Именно они будут определяющим фактором при принятии решения о покупке обязательств «Глобэксбанка», а не операционные показатели банка. Пока преждевременно судить об операционных показателях банка. Фактически в 2009 году «Глобэксбанк» начал свою деятельность с чистого листа. Низкие показатели NPL и реструктуризации не являются заслугой менеджмента, а отражают тот факт, что кредитный портфель банка сформирован недавно. Его объем в прошлом году вырос в пять раз с 8 млрд. до 44 млрд. рублей. Вследствие такого стремительного роста, концентрация заемщиков и вкладчиков повышена. На 14 крупнейших заемщиков банка приходится около 64% всего кредитного портфеля. При этом кредитное качество некоторых заемщиков, к примеру «Автоваза» (занимает 7.9% кредитного портфеля банка), не внушает уверенности. В текущем году «Глобэксбанк» планирует удвоить свой кредитный портфель и расширить ресурсную базу. С одной стороны, этот шаг позволит решить проблему концентрации активов и пассивов. С другой стороны, в будущем могут подскочить неплатежи, так как, по нашему мнению, для агрессивного кредитования выбран неудачный момент.

Наше внимание по-прежнему сосредоточено на облигационных займах эмитентов первого-второго эшелонов. Судя по количеству регистрируемых новых займов, мы ожидаем скорого восстановления активности на первичном рынке. Мы рассчитываем увидеть интересные предложения от сильных заемщиков, чьи выпуски будут иметь потенциал роста.

ООО «Пионер Инвестмент Менеджмент» (лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, ПИФаами и НПФ под номером 21-000-1-00440 от 17.07.2007, выдана ФСФР России). Стоимость паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем. Государство не гарантирует доходность инвестиций в ПИФы. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления соответствующим фондом. При покупке паев взимаются надбавки, при погашении - удерживаются скидки. Взимание надбавок (скидок) уменьшает доходность инвестиций в инвестиционные паи. ОПИФ «ПИОНЕР - Фонд Облигаций» под управлением «Пионер Инвестмент Менеджмент» (правила фонда зарегистрированы ФСФР 20.09.2007 под номером 0991-94131990). ОПИФ «ПИОНЕР - Фонд Акции» (правила фонда зарегистрированы ФСФР 20.09.2007 под номером 0989-94131910). ОПИФ «ПИОНЕР - Фонд Смешанных Инвестиций» (правила фонда зарегистрированы ФСФР 20.09.2007 под номером 0990-94131837). Заявки на покупку, обмен и погашение паев указанных фондов могут подаваться в ООО «ПИМ» и агенту (агентам) в соответствии с правилами соответствующего фонда. Для получения подробной информации о фондах и ознакомления с их правилами, а также иными документами, предусмотренными действующим законодательством, обращайтесь по телефону (495) 258-50-20, либо на сайт www.pioneerinvestments.ru. Copyright © 2009 ООО «ПИМ». Воспроизведение, распространение и иное использование информации, размещенной на интернет-сайте, или ее части, допускается при условии ссылки на ООО «ПИМ» в качестве источника информации.

«Pioneer Investments» является коммерческим наименованием группы компаний Pioneer Global Asset Management S.p.A.

Сергей Григорян, Андрей Бершадский,
Николай Петров, Виктория Кибальченко

