

Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 4 марта 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Система ао	30.95	4.0
Сбербанк	102	2.5
Магнит ао	3851	2.4
Газпрнефть	152.7	1.6
Ростел -ао	161.3	1.6
Транснф ап	40974	1.4
Сбербанк-п	70.51	0.9
ЛУКОЙЛ	2035	0.9
Уркалий-ао	237.6	0.8
ГАЗПРОМ ао	213.5	0.7
Татнфт Зао	175.6	0.7
Татнфт Зап	103	0.6
МТС-ао	245.4	0.6
СевСт-ао	554.3	0.3
Ростел -ап	88.62	0.3
ВТБ ао	0.098	0.2
ФСК ЕЭС ао	0.408	-0.4
ГМКНорНик	7101	-0.5
Полкюзолот	1720	-0.5
Сурнфгз-п	16.6	-0.6
Роснефть	269	-0.6
ОГК-5 ао	2.5	-0.8
РБК ИС-ао	43.4	-0.9
УралСви-ао	1.51	-0.9
Сурнфгз	32.98	-1.1
РусГидро	1.463	-1.1
Новатэк ао	362.9	-1.2
Аэрофлот	73.71	-1.2

Справа приведен состав индекса ММВБ, который больше чем на половину определяется нефтегазом. В реальности, рыночная картина даже хуже, по нашим оценкам один только «Газпром» имеет долю не менее 25% от совокупного free-float российских акций (это возможная причина его «андеформанса», отставания от рынка – на него не хватает портфельного капитала).

В среде российских инвесторов, которые традиционно оперируют рублевыми ценами и смотрят на рублевый индекс ММВБ, есть определенное уныние в отношении перспектив акций. Якобы, они уже слишком дороги, потому что исторический максимум по этому индексу составляет 1970 пунктов (декабрь 2007). Текущее значение в 1772 предполагает «потенциал роста» только в 11%. Есть рассуждения, что нужно ждать отката, «изымать» деньги из акций.

Но давайте разберемся в этой логике. Насколько и почему исторические максимумы индекса ММВБ являются показательными?

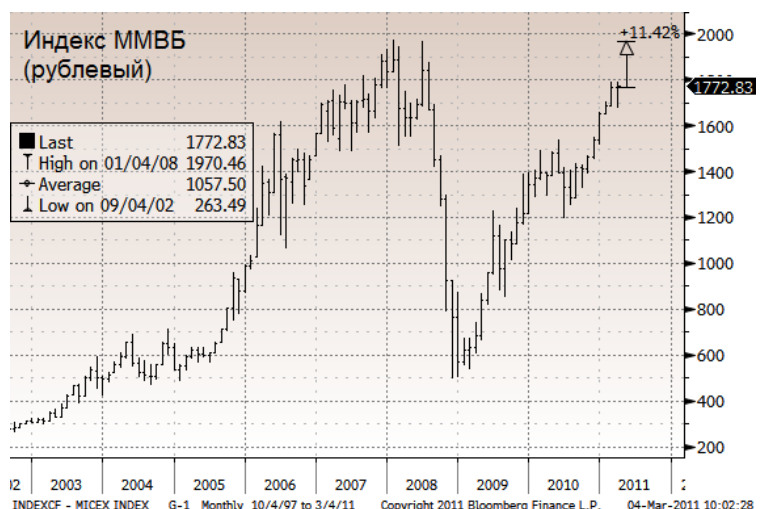
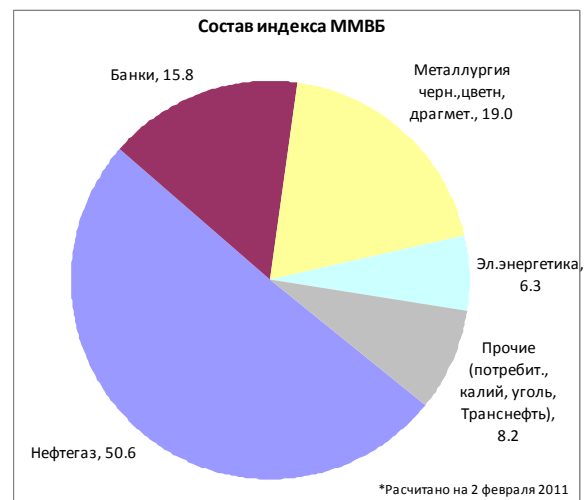
Есть точка зрения «технического анализа», что это «уровень сопротивления», и что при его

Индекс РТС вчера вырос на 1.3%, впервые с июля 2008 года превысил 2000 пунктов. До исторических максимумов мая 2008 в 2500 пунктов остается вырасти всего 23%. Мы хотим обратить внимание, что индекс РТС большую часть 2007 года и в предкризисном 1-м квартале 2008-го находился ниже этой круглой отметки.

Продолжается укрепление рубля, сейчас национальная валюта торгуется на 28.20 руб./\$. Из-за этого рублевый индекс ММВБ растет медленнее, вчера поднялся +0.4%. Известно, что первую скрипку на рынке играют иностранцы (порядка 3/4 free-float принадлежит не местным портфельным инвесторам), поэтому они должны быть вполне счастливы вложениями в российские бумаги. Волнения в странах Африки и Ближнего Востока вдруг придали России статус более «надежного поставщика» энергоресурсов, чем это предполагалось ранее. Также растущая нефть (бrent сейчас - \$115) должна была переключить фокус внимания инвесторов на нефтегазовые бумаги в целом и Россию в частности. Видимо, в этом заключается психологическая подоплека продолжающегося подъема.

Справа приведен состав индекса ММВБ, который больше чем на

Рынки накануне:



приближении люди начнут продавать. Под это подводится психология людей, которые могут рассуждать примерно следующим образом: «Если вырастет ближе к историческим максимумам, я продам». Или: «Я не буду покупать на максимумах, подожду отката». В результате, количество покупателей при приближении к историческим максимумам уменьшается, и рынок там действительно разворачивается. «Уровни сопротивления» могут быть вблизи круглых отметок, потому что люди также уделяют круглым цифрам некоторое внимание. Так, максимум РТС мая 2008 года был на копейки ниже 2500 пунктов (правда вчерашние 2000 п. рынок прошел без особых затруднений).

Сюда же мы можем добавить внушительный рост, который показывал рынок акций с кризиса, некоторые люди могут бояться «коррекции», поскольку «накоплена заметная прибыль» и «есть что фиксировать». Заметим только, что с минимумов 2008/2009 года рынок акций уже вырос в 4 раза по индексу РТС и почти в 4 раза по индексу ММВБ. Коррекции за это время были, те кто их боялись как минимум не дозаработали. Пытавшимся инвестировать должно быть знакомо два чувства сожаления: 1) почему не купил, когда было дешево и 2) почему не продал, когда было дорого. Поскольку никто не умеет угадывать максимумы и минимумы, то эти чувства неминуемо посещают каждого адекватного инвестора. Нужно как-то приспособиться к этому сожалению, есть рациональный подход – не пытаться угадывать минимумы и максимумы, фокусироваться на больших трендах, не обращая внимания на коррекции. И есть, с нашей точки зрения, нерациональный подход – пытаться угадать краткосрочные колебания, что чревато потерей долгосрочной перспективы, которая куда важнее.

Если мы исходим из предпосылки, что российские капиталы играют не такую большую роль на российском фондовом рынке, то рублевые максимумы 2007 года не имеют большого смысла. Иностранцы их просто не замечают, для них 2500 по индексу РТС куда важнее. А до них еще есть куда расти (+23%).

Другое соображение – рублевый максимум ММВБ образца 2007 года может и важен кому-то с психологической точки зрения, но не имеет экономического смысла. В стране есть заметная инфляция и если скорректировать на нее максимум индекса ММВБ декабря 2007 года в 1970 пунктов, мы получим эквивалент сейчас в 2727 пунктов. Просто потому, что индекс потребительских цен с той точки до февраля 2011 года вырос на 38.4%. И если использовать эту скорректированную цифру, то обнаружится «потенциал» в размере +54%. (2727/1773 сейчас)

Недавно мы провели «фундаментальные» расчеты справедливого значения индекса ММВБ, который оценили в 2816 пунктов на конец 2012 года. В расчетах мы использовали модели ДДП для некоторых из 30 акций индекса и предположения по «справедливому» значению мультипликатора р/е (типично в районе 10 по ожидаемой прибыли 2012 года, хотя были отклонения). Указанные 2816 пунктов «внутренней стоимости» индекса ММВБ формально выше пика 2007 года в 2727 пунктов, пересчитанного на инфляцию. Но на деле, цифры не совсем сопоставимы, до конца 2012 года инфляция должна добавить к последней цифре еще порядка 15%, что поднимет ее где-то до 3136 пунктов.

Давайте предположим, что эта цифра будет достигнута к концу 2012 года, и рынок вновь «выйдет на максимумы», правда, скорректированные на инфляцию. Тогда абсолютный прирост по индексу ММВБ за остающиеся 20 месяцев составит 77% $(=(3136/1773)-1)$. А среднегодовая доходность 41% годовых $(=1.77^{(12/20)}-1)$.

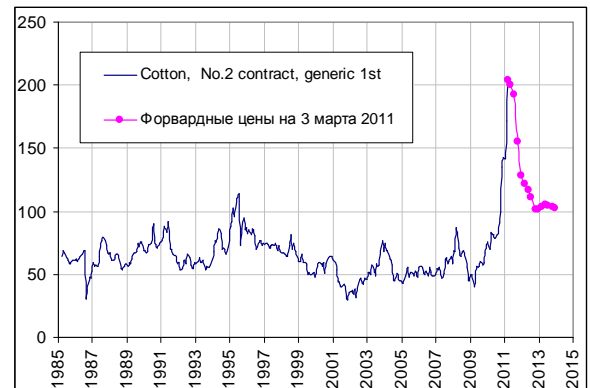
Конечно, мы слегка перегибаем палку, может быть индекс ММВБ не выйдет на пиковые уровни 2007 года через 20 месяцев. Пусть это случится через три или четыре года, но у отечественных акций есть хороший простор для роста. Они отнюдь не дороги, что бы кто не говорил.

Использование примитивной логики сравнения рублевых цен 2007 года с текущими является тем, что экономисты называют «денежной иллюзией». Инфляция за это время составила 38%, цены не сопоставимы, максимумы индекса ММВБ декабря 2007 года имеют смысл только для некоторых технических аналитиков. На что мы приведем одно высказывание. «Один способ получить \$1 млн. долларов – взять \$2 млн. и использовать технический анализ» (One way to end up with \$1 million is to start with \$2 million and use technical analysis. ~Ralph Seger).

Мы понимаем, что вторгаемся в сферу личных поверий некоторых инвесторов, что всегда чревато жестким отторжением. Технические аналитики вряд ли будут обрадованы предыдущим абзацем (это как заставить магометанина и иудея договориться, чей бог правильнее). Но пиковый уровень индекса ММВБ мая 2007 года в 1970 пунктов - это ничто. Это может действовать лишь на некоторую группу отечественных инвесторов, верящих в теханализ, которые не обладают заметными деньгами и вряд ли повлияют на рынок. Мы считаем, что у акций впереди неплохое будущее, и даже пик индекса РТС в 2500 пунктов для нас не является чем-то запредельным. Конечно, впереди будут коррекции, и покупка акций сейчас может в какой-то момент показаться «дорогой». Но пройдет еще несколько лет, люди забудут про то, что была такая-то «линия сопротивления», а текущие котировки будут казаться очень привлекательными и дешевыми. Отечественные акции не дороги, средний мультипликатор р/е по ожидаемой прибыли следующего года составляет 7. Чем не повод для оптимизма?

Вкратце:

- Цены на хлопок значительно выросли за 2010 и начало 2011 года и являются одними из самых раздутых на товарных рынках. Справа мы приводим график изменения ближайших фьючерсов и форму форвардной кривой по состоянию на вчера. Можно было бы пытаться заработать на снижении цен, когда предложение нового урожая вернет цену обратно. Но для этого придется продавать далекие фьючерсы, скажем 2012 или 2013 года, и возможность снижения по ним уже не так очевидна.



- «ЛУКОЙЛ» продолжает продавать свои АЗС в США из-за их невысокой рентабельности. Вчера компания сообщила, что продала Getty Petroleum Marketing Inc., сократив свою сеть до 635 АЗС (в 2009 году у «ЛУКОЙЛа» в США было 1334 АЗС). Низкая эффективность заправок связана с тем, что у «ЛУКОЙЛа» в этой стране нет ни добывающих, ни перерабатывающих активов. По сути, они были просто перепродавцами. Кроме того, за последние несколько лет маржа переработки и розничные наценки существенно снизились. На этом фоне выход «ЛУКОЙЛа» из американской розницы, на наш взгляд, вполне оправдан.

- «Новатэк» 28 апреля проведет годовое собрание акционеров, реестр на него будет закрыт 22 марта. Таким образом, французская Total сможет принять в нем участие. Заметим, что «Новатэк» достаточно оперативно публикует отчетность по международным стандартам и не задерживается с проведением общих собраний акционеров.

- «Русал» отклонил оферту от «Норникеля» на выкуп 20% акций за \$12,8 млрд. Как пишут сегодня «Ведомости», к решению есть специальная резолюция: после внеочередного собрания акционеров «Норникеля», который пройдет 11 марта, менеджмент «Русала» должен начать переговоры об урегулировании конфликта с «Интерросом».

- «Газпром» планирует к 2030 году ежегодно добывать на шельфе более 200 млрд. куб. м. газа. Таким образом, в планах компаний довести добычу на шельфе до трети от общих объемов добычи. Отметим только то, что на текущий момент рентабельность разработки шельфовых проектов небольшая, иначе почему «Газпром» тянет с освоением Штокмана.

- «Акрон» просит государство помочь с покупкой газовых месторождений или поиске партнера, который обеспечил бы производителя удобрений сырьем. Сейчас в структуре затрат на сырье 30% приходится на газ. По мере либерализации внутренних цен, стоимость газа для предприятия существенно вырастет. Соответственно, ухудшатся и финансовые показатели, если сравнить их с тучными докризисными 2007 и 2008 годами. Заметим, что несмотря на рост цен на газ, в России его стоимость будет ниже, чем в Европе из-за экспортных пошлин и транспортного плеча. По нашим расчетам, даже после роста цен на газ, компания будет зарабатывать положительную операционную прибыль и иметь преимущества перед европейскими производителями удобрений. А конкурировать с тринидадским или ближневосточными производителями, которые имеют доступ к очень дешевому газу (нет транспортной инфраструктуры), «Акрону» вряд ли удастся.

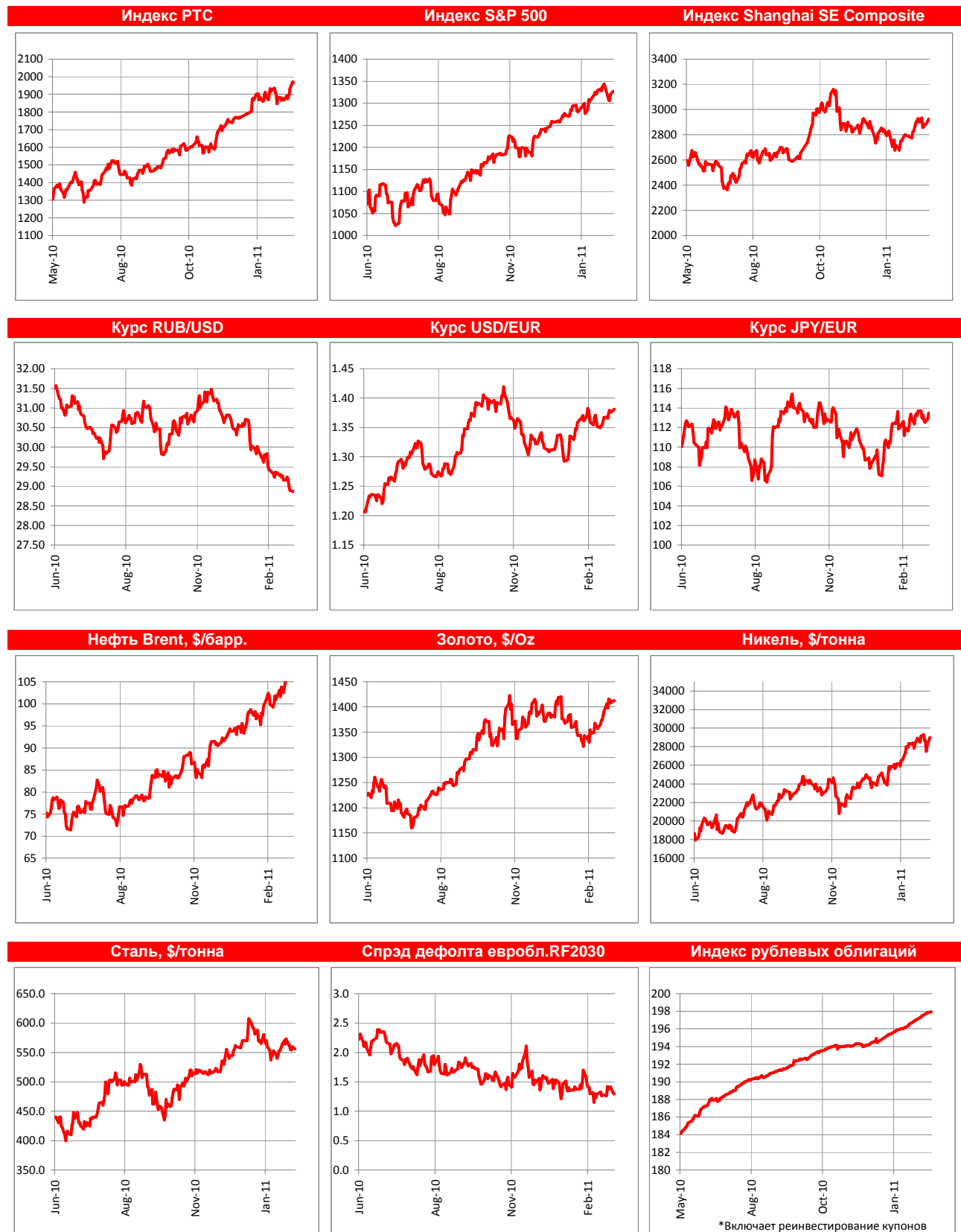
- ЕЦБ сохранил базовую ставку на уровне в 1%. Однако глава ЕЦБ Жан-Клод Трише в очередной раз сделал «словесные интервенции», заявив, что на ближайшем заседании в апреле регулятор может повысить ставки, так как риски инфляции «идут вверх».

- «Северсталь» в 2010 году получила консолидированный убыток в \$577 млн. при выручке в \$13,57 млрд. Без учета этих убытков от Lussini и ряда зарубежных активов, которые выставлены на продажу, компания заработала около \$1,4 млрд. прибыли. Также совет директоров «Северстали» рекомендовал по итогам 2010 года выплатить дивиденд в размере 2,42 рубля на акцию. Если акционеры согласятся с рекомендациями совета директоров, то дивидендная доходность составит 0,4%. Реестр на дивиденды будет закрыт 22 мая.

Местное:

- Повторные торги по продаже имущества «Ипподрома «Пермский» признаны несостоявшимися, так как не было подано ни одной заявки. Начальная цена имущества ипподрома, включая земельный участок, была оценена в 127 млн. рублей. Напомним, что в 2009 году власти перевели землю ипподрома из общественно-жилой в зону спортивных и спортивно-зрелищных сооружений. Именно с этим мы и связываем отсутствие интереса к этому объекту.

Конъюнктура рынков:



	Рын. кап. \$ млн.	Абсолютное изменение, %				С начала года	P/E		EV/EBITDA	
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.		09	10П	09	10П
НЕФТЬ И ГАЗ										
Газпром	179 283	0.86	2.66	0.07	24.12	10.29	7.27	5.76	6.56	4.79
Новатэк	39 027	-1.61	7.69	11.24	101.38	7.94	47.39	29.01	32.86	20.63
Роснефть	101 321	-0.17	-1.71	4.84	13.23	23.26	15.55	9.79	8.64	6.22
ЛУКОЙЛ	61 522	1.15	2.12	3.71	25.46	17.75	8.78	6.93	4.94	4.42
Газпром нефть	25 750	1.92	-1.18	11.98	4.55	19.39	8.55	6.92	6.25	4.75
Сургутнефтегаз	41 803	-1.01	-0.07	-1.22	27.70	2.32	11.38	8.82	-	3.15
ТНК-ВР	46 341	0.00	2.32	4.04	76.57	13.60	8.95	7.40	5.79	4.94
Татнефть	13 567	0.46	0.95	1.15	22.64	20.03	7.89	8.06	6.29	5.95
БАНКИ										
Сбербанк	78 020	2.47	4.92	-0.82	22.86	-2.35	101.13	8.42	-	-
ВТБ	36 211	0.13	2.86	-4.30	26.77	-3.18	-	21.17	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	2 574	0.63	6.92	-5.79	15.14	-8.59	26.01	20.61	16.82	9.64
ОГК-2	1 740	-0.13	3.15	-9.55	27.23	-16.45	50.29	18.54	20.11	10.42
ОГК-3	2 324	-1.17	2.91	-10.39	-3.09	-19.30	17.11	35.37	8.47	13.17
ОГК-4	5 874	-0.12	7.31	-10.03	44.58	-10.86	33.68	17.47	20.74	11.80
ОГК-5	3 136	-0.83	1.34	-10.46	3.95	-11.06	30.98	20.40	16.12	11.72
ОГК-6	1 521	1.03	6.07	-8.03	61.75	-7.78	19.69	32.46	11.35	12.89
ТГК-9	1 241	-0.76	-2.93	-4.75	2.06	-7.22	9.87	15.43	8.57	6.89
Русгидро	14 996	-0.98	1.08	-3.13	10.96	-11.01	15.46	11.28	9.06	6.78
ИнтерРАО	4 389	1.50	2.82	-7.26	2.30	-10.65	-	31.34	-	12.25
ФСК	17 844	-0.36	5.12	-5.80	29.08	11.14	-	21.71	-	9.24
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	4 173	1.84	9.82	-3.28	11.40	3.04	35.93	9.76	19.69	5.26
МТС	17 345	0.58	-0.66	-1.55	4.53	-5.59	17.27	10.44	-	-
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	48 061	-0.42	8.02	-4.48	46.55	-0.84	18.48	9.54	10.69	6.37
НЛМК	28 192	1.52	9.74	-2.50	37.10	-8.32	131.09	23.09	20.87	12.60
ММК	12 198	-0.90	2.21	-11.04	2.70	-6.59	52.58	28.12	14.98	9.69
Северсталь	19 788	0.14	9.92	2.32	50.84	6.85	-	11.44	25.99	5.98
Мечел	12 950	-0.14	1.22	-9.32	22.61	-0.66	175.62	18.01	29.92	10.32
Белон	985	0.10	-1.22	-4.65	-1.58	-2.06	38.18	10.14	15.61	6.13
Распадская	6 169	0.68	1.07	-3.33	25.34	3.77	52.91	24.50	24.92	15.96
Полюс золото	11 605	-0.75	0.39	-0.17	18.51	-10.52	36.08	25.11	21.49	15.28
Полиметалл	7 729	-0.15	-1.63	6.84	77.24	-3.68	80.52	43.27	34.07	25.61
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	17 888	0.61	11.58	3.12	90.39	8.28	62.24	23.48	34.93	16.69
Сильвинит	8 332	-0.66	9.96	3.88	41.01	8.99	25.05	11.82	13.70	8.55
Акрон	2 241	-0.41	4.41	-2.05	21.58	16.70	10.01	13.88	14.79	9.93
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 910	-0.81	5.60	-5.31	35.06	-7.35	32.63	14.25	10.53	7.05
Седьмой континент	713	0.77	-1.96	10.26	1.17	8.86	19.54	15.80	8.36	7.51
Магнит	12 184	2.67	7.49	0.03	82.58	-4.94	44.28	36.30	26.23	20.23
ПИК	2 538	0.93	7.00	19.95	0.98	18.18	-	3.37	-	-
Система Галс	381	-0.31	0.74	1.81	-10.56	-5.90	-	-	-	-
ЛСП	4 447	0.90	5.37	7.86	32.10	18.72	29.92	16.45	11.58	10.15

МИРОВЫЕ РЫНКИ

	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	
Индекс S&P	1331.	1.72	1.90	1.53	18.52	5.83
Индекс РТС	2021.3	0.18	4.58	4.81	37.47	14.18
USD/EUR	1.3 956	0.14	1.42	2.77	2.74	4.41
RUB/USD	28.2	0.04	2.48	4.23	5.91	8.29
RUB/EUR	39.35	-0.07	1.01	1.46	3.08	3.73
Золото, \$ Oz	1419.35	0.20	0.81	5.32	25.14	0.04

Данные Bloomberg

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.