

# Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 5 апреля 2011 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Транснф ап	44871	5.8
Татнфт Зао	191.2	2.0
ГМКНорНик	7818	1.9
РусГидро	1.475	1.9
Система ао	35.5	1.4
Ростел -ап	89.7	1.2
ГАЗПРОМ ао	237.7	1.1
Роснефть	266.8	1.1
Сбербанк-п	74.27	0.7
Газпрнефть	150.9	0.6
Ростел -ао	171.5	0.5
Уркалий-ао	240.8	0.3
Сургнфгз	31251	0.3
Аэрофлот	72.71	0.2
ВТБ ао	0.1003	0.2
ЛУКОЙЛ	2059.9	0.1
УралСВИ-ао	0	0.0
Татнфт Зап	107.6	-0.1
Новатэк ао	382.8	-0.1
ММК	32259	-0.1
ОГК-5 ао	2.717	-0.2
Сбербанк	108.43	-0.3
СевСт-ао	563	-0.3
Сургнфгз-п	17.427	-0.4
РБК ИС-ао	43.8	-0.5
ОГК-3 ао	1.3375	-0.5
ФСК ЕЭС ао	0.41	-0.5
МТС-ао	260.4	-0.5
Магнит ао	3951	-0.8
ПолюсЗолот	1686	-1.1

Рост продолжается вслед за ценами на нефть, которые в Лондоне вышли на \$121/баррель. Индекс РТС (+0.75%) поднялся до 2080, максимум, напомним, был на 2500 пунктов, до них остается 20%. Рублевый индекс ММВБ (+0.5%) должен вырасти на 6%, чтобы достичь исторического максимума.

Вопреки росту нефти, рубль остается стабильным 28.3/доллар. Возможно, продолжает влиять отток частного капитала и (или) Центральный банк, проводя интервенции.

Среди ликвидных акций выделяются «Транснефть-прив» и «Газпром». Монополия растет по двум обстоятельствам – это «oil play» и абсолютная дешевизна. Справа приведены данные по консенсус-ожидаемым прибыли «Газпрома» на 2011/12 годы.

Ожидается, что в 2011 году газовый гигант получит около \$35 млрд. (разброс индивидуальных оценок велик, от \$27 до 44 млрд.). А в 2012 году ожидается почти \$40 млрд. (от \$33 до \$50 млрд.). Это можно сравнить с данными самой прибыльной публичной компании ExxonMobil на эти же годы \$38 и \$39

млрд., если верить консенсусу.

В итоге, монополия оказывается одной из самых прибыльных публичных корпораций. Однако капитализация «Газпрома» составляет \$199 млрд. - это 16-е место в мире (еще пару месяцев назад это было примерно 40-е место). Тогда как ExxonMobil имеет капитализацию \$421 млрд. Можно рассуждать о величине «справедливой» скидки к цене монополии, принимая во внимание не слишком красивое реноме в глазах инвестиционного сообщества. Можно делать скидки на коррупцию и инвестиционный климат, но вряд ли это должно быть по принципу «справедливая цена пополам». Наша оценка справедливой цены «Газпрома» по ДДП предполагает более чем двукратный потенциал.

Вторая составляющая роста – цены на нефть. «Газпром» отличается от нефтяных компаний тем, что в большей мере выигрывает от колебаний цен на нефть по экспортным поставкам. Правительство взимает плоскую 30% пошлину от экспортной цены и плоский НДС. Колебания цен на нефть формируют цены на экспортный газ примерно с 2-х кварталным лагом, и они напрямую отражаются на прибыли.

## Рынки накануне:

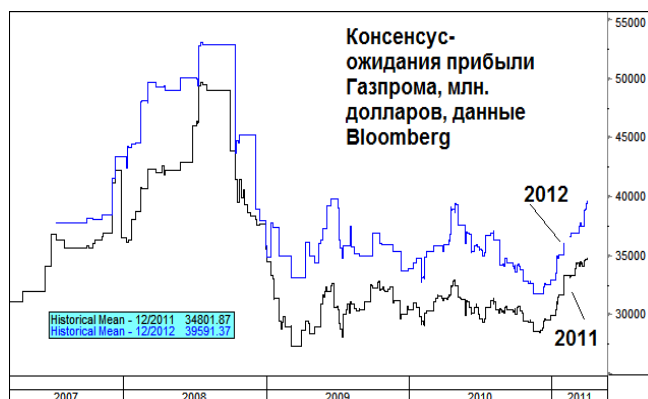
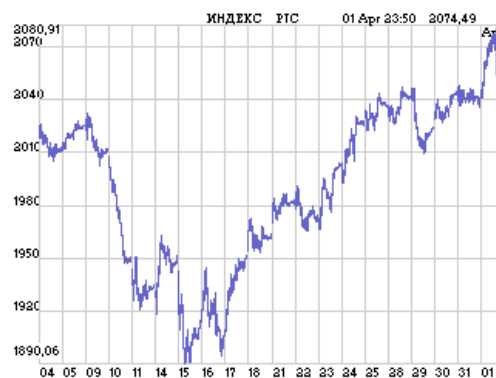
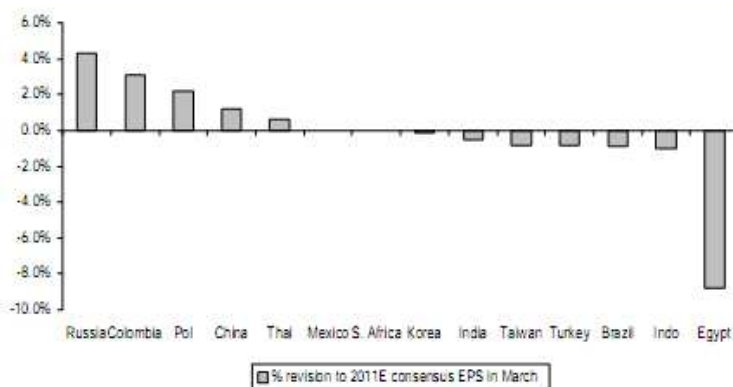


Figure 1: 2011E consensus EPS revisions in the month of March



Source: IBES, Credit Suisse estimates

Нефтяные компании имеют прогрессивное налогообложение в части пошлин и НДС. И их прибыль оказывается «захеджирована» налогами – степень зависимости от колебаний нефти невелика (другая составляющая этого – правительство РФ, нефтяные доходы которого зависят от колебаний нефти «на рычаге»).

Выше приведен график из аналитики CreditSwiss, показывающий изменения в ожидаемой прибыли по рынкам. Наибольшие пересмотры прибыли марта по развивающимся странам пришлись на Россию. Россия оказывается модной.

Акции «Транснефти-прив.» являются еще одними нашими фаворитами. Капитализация обыкновенных акций не наблюдаема, но если пересчитать ее из предположения соотношения «прив.акции/обыкновенные» = 65%, мы обнаружим мультипликатор p/e=3.3. Что, безусловно, очень дешево. Мы считаем, что акция должна торговаться гораздо дороже, даже с учетом всех скидок на корпоративное управление, занижаемых дивидендов и неопределенностей. Все акции на рынке - это игра на ожиданиях, «Транснефть» не исключение. Покупатели этой бумаги могут ожидать, что со временем ситуация в компании поменяется, и она начнет платить пристойные дивиденды.

Справа приведена эволюция мультипликатора p/e по ожидаемой прибыли ближайшего года для России и других стран. Мы продолжаем равняться на Бразилию, которая с 2006 до середины 2008 года торговалась с Россией на схожих уровнях около 10.

Но затем случился кризис, спровоцировавший «обратный пузырь» акций в нашей стране – неоправданно низкое падение на крахе кредитных схем и маржин-коллав. Россия стала торговаться заметно дешевле. Разница в мультипликаторе с Бразилией 9.5 против 6.7 предполагает примерно 50% потенциал опережающего роста, если паритет восстановится. Мы остаемся оптимистами в отношении отечественных акций.

Вчера Росстат опубликовал инфляцию за март, которая составила 9.5% к аналогичному периоду прошлого года. Февральская инфляция была

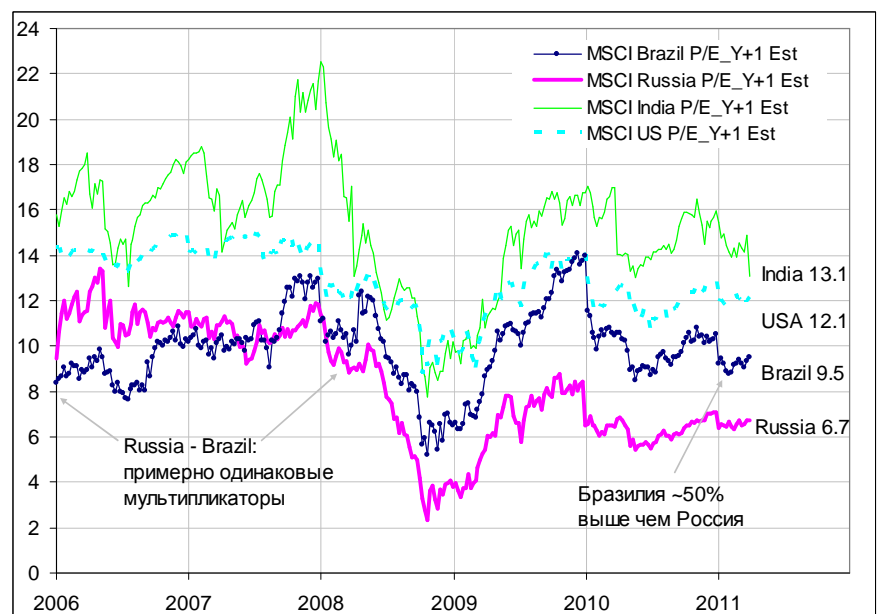
АК Transneft ОАО	2005	2006	2007	2008	2009	12/11 Y	2012	2013	2014	2015
Выручка	6 416	7 453	8 685	11 094	11 101	16 556	19 162	20 395	23 318	18 262
ЕВТДА	3 343	3 825	4 911	6 487	6 844	8 334	9 611	10 191	12 258	9 973
ЕВТ	2 655	3 020	3 731	5 113	5 363	6 432	7 019	6 575	10 317	7 305
Чистая прибыль	1 822	1 900	2 353	2 845	3 808	4 290	4 771	5 197	7 187	5 446

ROE, %	17.68	14.98	15.16	14.67	20.24	18.41	15.54
--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

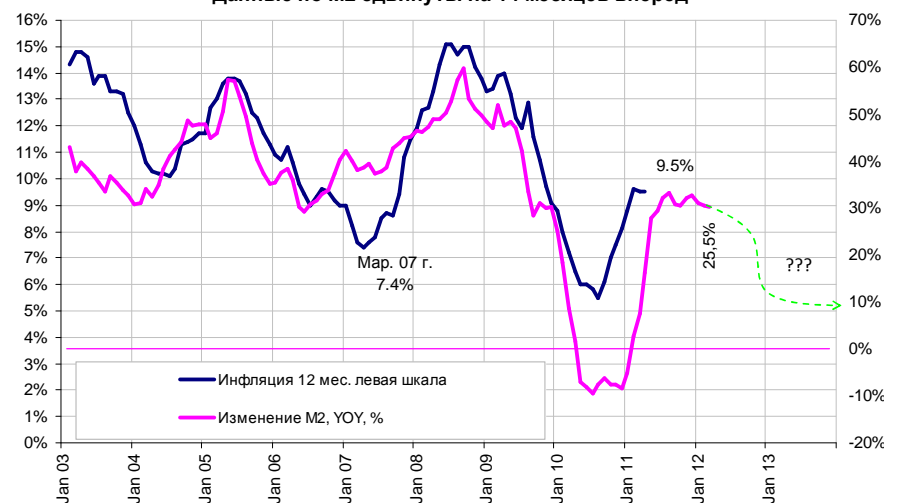
Капитализация прив.	3 719	3 541	3 079	1 978	1 217	на 5.4.2011				
P/E (прив./об.=65%)	11.46	10.47	7.35	3.91	1.79	3.2287	2.9036	2.6652	1.9273	2.5434

- Традиционно дешевая акция, что объясняется статусом - привилегированные акции, государственным статусом, плохой корпоративной политикой.  
 - Условная капитализация рассчитывается на базе предположений о соотношении привилегированных акций к обыкновенным в 65%, и на ее основе рассчитывается мультипликатор p/e  
 - Возможен переход на Р.А.В., как у сетевых компаний. Возможна приватизация части обыкновенных акций, изменение статуса привилегированных (конвертация). В большей мере, игра ожиданий.

Текущая цена, руб.	44910.0
Целевая цена 2012	79361.7
Потенциал роста	77%



Сравнение 12-ти мес. темпов изменения агрегатов M2 и инфляции  
 Данные по M2 сдвинуты на 14 месяцев вперед



также 9.5%, а январская 9.6%. Мы традиционно сравниваем темпы роста М2 с темпами роста индекса потребительских цен. Из сопоставления кривых можно предположить, что инфляция в стране будет оставаться высокой, порядка 10% в 12-ти месячном выражении еще некоторое время, но после этого начнет снижаться.

Правительство, кажется, одумалось и перестало тратить деньги экс-стабфонда (в очередной раз, предыдущий раз был летом). Последнее массовое эмиссионное вливание было в декабре (порядка \$0.7 трлн.), с ростом нефтяных доходов исчезает необходимость даже в займах. Остается еще один последний источник эмиссии рублей – интервенции на валютном рынке, но тут нужно понять, как Центробанк собирается реагировать на растущий приток валюты в страну. Если он начнет активно сопротивляться укреплению рубля, это будет сохранять инфляцию, иначе она естественным образом будет снижаться и вполне может достичь декларируемых правительством 3%.

## Вкратце:

- «ЛУКОЙЛ» сообщил о наступлении форс-мажорных обстоятельств по геологоразведочному проекту в Кот-д'Ивуаре из-за напряженной обстановки в этой стране. В результате компания прекратила активные операции по своему проекту на шельфе Кот-д'Ивуара. Потери компания не раскрывает, по некоторым оценкам инвестиции в проекты в этой стране составили \$20-30 млн. Пока наибольшие потери из-за проблем на Ближнем Востоке понесла «Татнефть». Свои возможные убытки по ливийским проектам компания оценила в \$240-260 млн.
- «Ведомости» со ссылкой на источники пишут, что потери «МТС» от прекращения деятельности в Туркмении составят \$140 млн. Напомним, что в конце прошлого года местные власти не стали продлевать действие лицензии туркменской «дочки» «МТС». На конец 2010 года у «МТС» в этой стране насчитывалось около 2,4 млн. абонентов. Второй по величине оператор – национальный «Алтын асыра» насчитывает около 500 тыс. абонентов. Как пишет «РБК Daily» сейчас последний оператор испытывает массовый приток бывших клиентов «МТС». Компания оказалась технически неготовой к пятикратному увеличению абонентской базы и ввела ограничения на продажу SIM-карт. Теперь подключиться к сотовой связи могут только чиновники и иностранцы. Заметим, что это не первая неудачная экспансия «МТС» в Среднюю Азию. В 2007 году оператор был вынужден списать \$320 млн. из-за неудачной покупки киргизского «Битела»
- «Дочка» «Норникеля» Corbiere Holdings Ltd завершила выкуп акций материнской компании в размере 6,85% от уставного капитала. На выкуп было потрачено \$3,29 млрд.
- «СУЭК», который планирует в июне этого года провести IPO, хочет получить полноценный листинг на LSE. Также компания рассчитывает, что благодаря листингу, акции будут включены в FTSE-100. Предварительно для IPO компания оценила себя в \$5 млрд.
- «Интер РАО» предлагает «ЛУКОЙЛу» купить у него 26,26% акций «Кубанской генерирующей компании», которые будут получены в рамках консолидации энергоактивов за допэмиссию. По информации Reuters, стороны обсуждали разные формы сотрудничества, но в итоге остался один вариант – продажа акций. Сейчас 66,9% акций «Кубанской генерирующей компании» принадлежит структурам «ТГК-8», которая подконтрольна «ЛУКОЙЛу». Таким образом, в результате этой сделки доля «ТГК-8» в генерирующей компании вырастет до 96,16%, что позволит осуществить принудительный выкуп оставшихся бумаг у миноритариев. Исходя из вчерашних котировок, затраты «ЛУКОЙЛа» на консолидацию «Кубанской генерирующей компании» могут составить \$26,5 млн.
- «Ренессанс капитал» по итогам 2010 года получил убыток в \$33,7 млн. против прибыли в \$12,7 млн. в 2009 году. Как объясняет компания, убыток в большей степени связан с увеличением затрат на персонал. Компания, несмотря на убытки, предпочла сохранить команду, повысив им заработную плату. Видимо, в отличие от «Сбербанка», «Ренессанс» понимает, что их главный актив – это персонал.

## Местное:

- ФАС одобрила слияние «Уралкалия» и «Сильвинита», но выставила поведенческие требования, суть которых заключается в том, что обе компании обязаны до 2013 года продавать хлористый калий на внутреннем рынке по льготным ценам. Заметим, что компании и так продают часть своей продукции по низким ценам на внутреннем рынке. Таким образом, решение ФАС носит больше формальный характер.
- «ТГК-9» пытается через суд взыскать с «Уралкалия» 2,7 млрд. рублей в виде компенсации за нанесенный ущерб из-за аварии на руднике в 2007 году. «Уралкалий» считает претензии необоснованными и намерен их оспаривать. Эксперты оценивают шансы «ТГК-9» получить компенсацию как низкие.
- «Коммерсант» пишет, что «Уралкалий» получил предупреждение о возможном третьем проседании почвы на территории «Березниковского шахтостроительного управления». Новый провал не должен отразиться на текущей производственной деятельности «Уралкалия» и «РЖД».

- «ТГК-9» в 2010 году снизила прибыль по РСБУ на 88% до 476 млн. рублей (P/E=64). Падение прибыли компания объясняет ростом затрат на топливо, снижением объемов продаж и ставок за мощность.
- «ЛУКОЙЛ-Пермь» в первом квартале увеличил добычу нефти на 3% до 3,17 млн. тонн. Добыча газа составила 270 млн. куб. метров.

## Напоследок:

<HELP> for explanation. EquitySCORE  
 <Menu> to edit screening criteria

95) Output ▾ 96) Actions ▾ 97) Rank Results 500 securities Equity Screening  
 Top 500 Global Companies by Market Cap

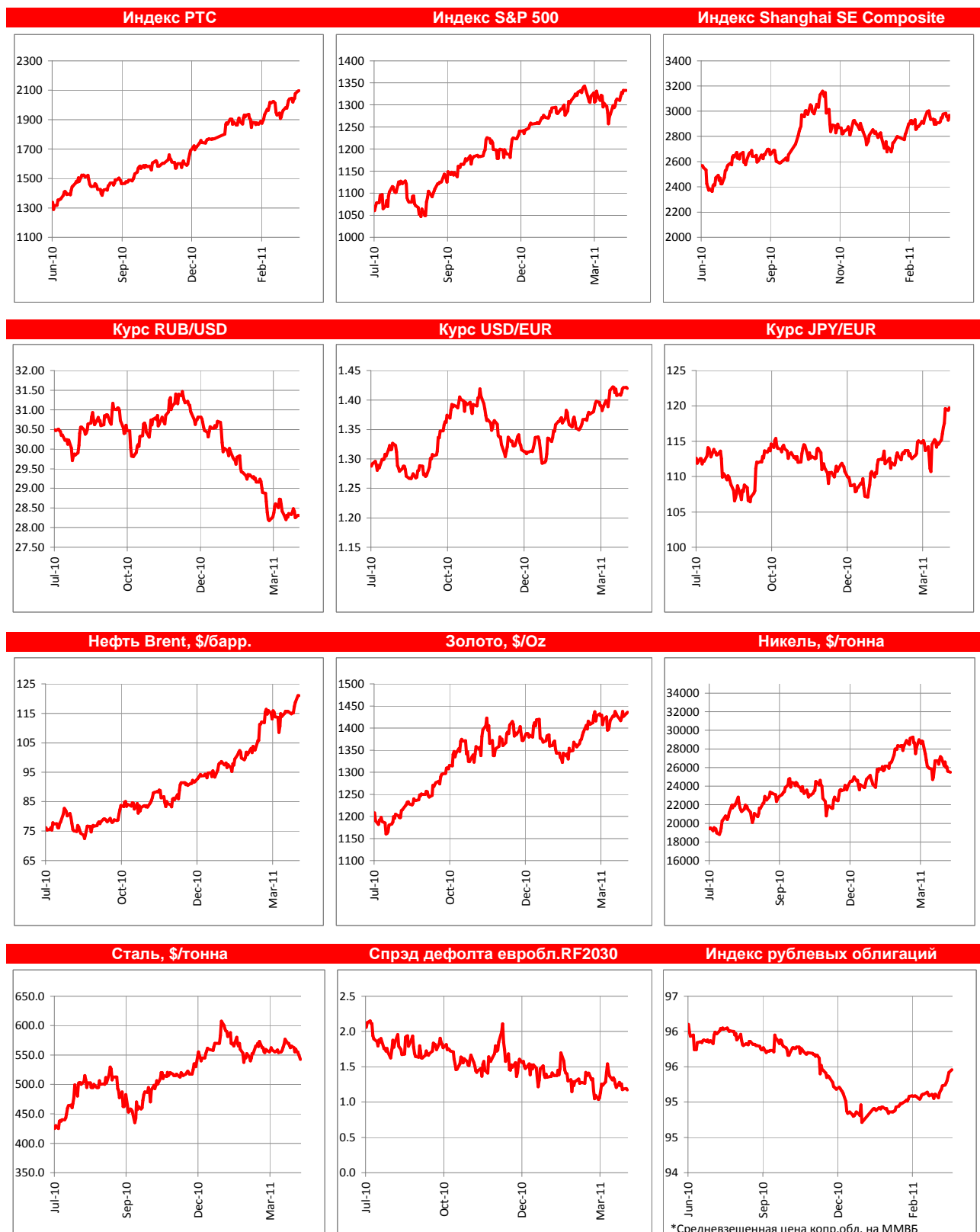
Add Column											92) Fields	
Ticker	Short Name	Last Px	Market Cap	Est P/E Nxt Yr	BEst P/B:Q	Assets - 1 Yr Growth	Debt/Cap LF	YTD Tot Ret	52wk High Chg Pct	Dvd Est Yld		
1) XOM	US EXXON MOBIL CORP	84.87	420.84B	10.07	2.78	29.65	8.95%	16.68%	-4.02%	2.19%		
2) 857	HK PETROCHINA CO-H	12.04	329.78B	10.85	N.A.	14.22	18.78%	18.50%	-0.99%	3.85%		
3) AAPL	US APPLE INC	341.19	314.33B	12.88	5.35	60.85	0.00%	5.78%	-5.57%	0.00%		
4) 601398	CH IND & COMM BK-A	4.50	255.01B	6.72	N.A.	14.20	60.15%	6.13%	-9.32%	5.00%		
5) BLT	LN BHP BILLITON PLC	2532.00	251.72B	8.38	N.A.	20.50	21.87%	0.44%	-5.10%	2.31%		
6) PETR4	BZ PETROBRAS-PREF	28.61	251.56B	9.12	1.31	50.45	27.54%	5.40%	-21.07%	2.84%		
7) BHP	AU BHP BILLITON LTD	47.47	251.41B	10.06	N.A.	20.50	21.87%	5.94%	-1.57%	1.96%		
8) 939	HK CHINA CONST BA-H	7.52	239.91B	8.20	2.16	12.33	55.10%	7.89%	-8.48%	4.29%		
9) RDSA	LN ROYAL DUTCH SH-A	2287.00	232.16B	8.00	1.50	10.40	22.84%	8.22%	-0.20%	4.58%		
10) GE	US GENERAL ELECTRIC	20.53	218.00B	12.60	1.74	-3.92	76.81%	13.01%	-6.05%	2.72%		
11) CVX	US CHEVRON CORP	108.23	217.27B	8.87	1.99	12.24	9.78%	19.49%	-1.21%	2.79%		
12) MSFT	US MICROSOFT CORP	25.55	214.68B	9.24	4.33	12.44	16.63%	-7.91%	-19.32%	2.44%		
13) BRK/A	US BERKSHIRE HATH-A	124653.00	205.50B	16.91	1.28	25.28	26.44%	3.49%	-4.64%	0.00%		
14) IBM	US IBM	164.25	200.31B	11.34	8.73	4.06	55.26%	12.36%	-2.06%	1.63%		
15) NESN	VX NESTLE SA-REG	53.10	199.17B	14.46	N.A.	0.65	24.31%	-3.01%	-7.12%	3.68%		
16) GAZP	RM GAZPROM	238.00	199.17B	4.93	N.A.	7.26	17.13%	22.92%	-0.14%	1.67%		
17) 941	HK CHINA MOBILE	73.65	190.10B	9.96	N.A.	14.72	5.59%	-4.60%	-13.15%	4.34%		
18) GOOG	US GOOGLE INC-CL A	587.68	189.37B	14.69	3.81	42.85	6.97%	-1.06%	-7.96%	0.00%		
19) HSBA	LN HSBC HLDGS PLC	647.60	184.92B	9.19	1.39	3.82	65.13%	0.66%	-11.41%	4.18%		
20) JPM	US JPMORGAN CHASE	46.34	184.60B	8.29	1.04	4.21	81.42%	9.95%	-4.16%	1.48%		

Analyze Stats: Min Max Avg Std Dev More... Grouping None Zoom 100%

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 2011 Bloomberg Finance L.P.  
 SN 157580 H835-1215-2 05-Apr-2011 09:06:19

Приводим таблицу наиболее крупных компаний мира по капитализации. «Газпром» продолжает маячить как бельмо на глазу в этом списке, имея мультипликатор P/E\_est\_2012 ниже 5.

## 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.