

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 8 декабря 2010 г.

Лидеры изменения в индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ПолюсЗолот	1924	6.7
Ростел -ап	81.39	4.2
Новатэк ао	311.98	3.7
Ростел -ао	143.2	2.7
Газпрнефть	134	2.6
ММК	34.25	2.2
Сбербанк	107.37	1.7
Татнфт Зап	80.84	1.7
Уркалий-ао	199.25	1.2
ВТБ ао	0.104	1.2
СевСт-ао	494.79	1
Роснефть	220.28	0.4
УралСви-ао	1.369	0.4
МТС-ао	258.2	0.2
Трансфп ап	41646	0.1
Аэрофлот	84	0.1
Сбербанк-п	75.47	0
Магнит ао	3970	-0.3
ОГК-5 ао	2.952	-0.3
Сурпнфз-п	15.488	-0.5
Татнфт Зао	153.1	-0.6
ГМКНорник	6610	-0.7
ГАЗПРОМ ао	192.95	-0.7
ОГК-3 ао	1.671	-0.8
Система ао	26.292	-0.8
ФСК ЕЭС ао	0.363	-0.8
Сурпнфз	30.51	-1.3
РусГидро	1.65	-1.4
ЛУКОЙЛ	1816	-1.7
РБК ИС-ао	43.68	-2.9

новый исторический максимум, если не считать кратковременный «сквиз» летом 2008 года. Ростова динамика внутри дня была у акций «Полиметалла», взлетавшего на +20%, хотя закрытие составило мизерные +0.3%.

Похоже, движение связано со вчерашним заявлением М.Прохорова, что «Полюс золото» может пойти на слияние с иностранным конкурентом, чтобы войти в тройку мировых золотодобытчиков (текущая капитализация компании \$12 млрд.). После сделки с казахами компания получит прописку на острове Джерси, «чтобы расширить базу инвесторов». Такие слова, безусловно, заставляют инвесторов искать кандидатов на поглощение в расчете на премию. По-видимому, какие-то горячие головы решили, что «Полиметалл» - хорошая кандидатура, но рынок эту идею не поддержал.

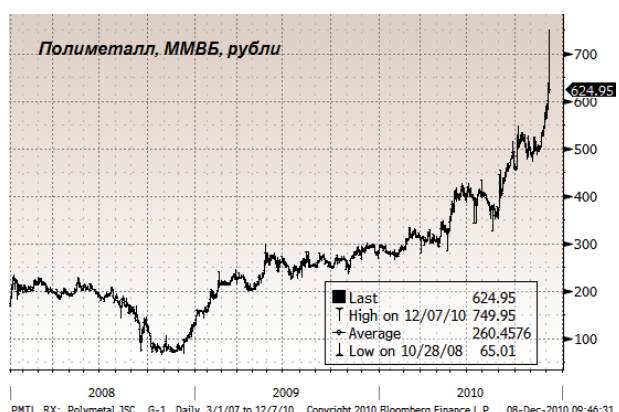
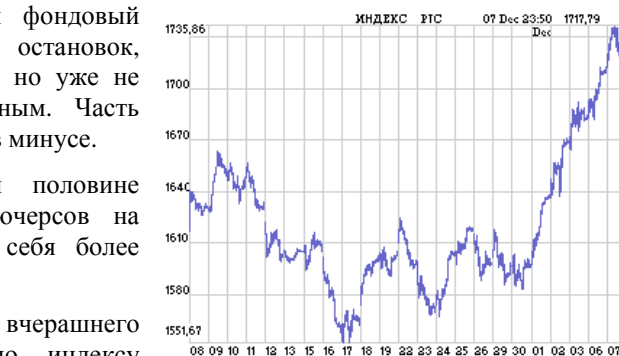
«Полиметалл» - довольно странная компания, которая показала огромный прирост капитализации в кризис. На графике выше видно, что продолжающийся рост котировок оставляет далеко позади докризисные цены, и опережает по приросту других золотодобытчиков.

С начала декабря российский фондовый рынок поднимался вверх без остановок, вчера рост также продолжится, но уже не был настолько однонаправленным. Часть акций закрылась в плюсе, часть в минусе.

Динамика рынка во второй половине отличалась от поведения фьючерсов на индекс S&P500, игроки вели себя более независимо, чем ранее.

С конца ноября до вчерашнего внутрдневного максимума по индексу ММВБ (примерно круглая отметка, 1701 п.) рост составил 8.7%. Пожалуй, это было одно из самых заметных ралли в этом году (в мае рост был лишь восстановительным, этот - сопровождался пробитием максимумов). Соответственно, у ряда игроков имеются накопленные прибыли, а пыл покупателей должен был ослабнуть из-за осознания, что они не успели купить дешевле (это спорное утверждение, иногда бывает наоборот: рост привлекает новых покупателей). Соответственно, нарастают опасения рецессии. Поскольку вчера рынок не смог закрепиться на максимумах, появился формальный повод для «фиксации прибыли».

Вчера был день золотодобывающих компаний в России (на мировых рынках эта отрасль не показала ничего выдающегося). Акции «Полюс-золота» поднялись на 7%, это



Polymetal JSC	2005	2006	2007	2008	2009	12/10 Y	2011
Выручка	239	316	309	503	561	695	1 375
ЕБИТДА	92	134	32	124	236	315	761
ЕБИТ (операционная прибыль)	67	95	- 16	76	183	305	793
Чистая прибыль	18	62	- 23	- 16	96	180	501
ROE, %	16.33	40.05	-6.36	-3.23	14.05	21.7	25.
ROC, %	9.41	16.58	#N/A	N/A	-24.19	10.87	
# акций	1	275	309	315	358		
Капитализация	#N/A	N/A	2 229	1 382	3 759	8 006	
Enterprise Value	#N/A	N/A	2 410	1 694	3 789	8 291	7 898
Чистый долг	272	404	221	312	420	420	420
P/E	#N/A	N/A	#N/A	N/A	50.60	31.57	16.26
EV/ЕБИТДА	#N/A	N/A	#N/A	N/A	10.93	6.79	12.92
						26.33	10.38

на 8.12.2010

Взгляд на отчетность позволяет пролить свет на эту загадку.

Цены на золото растут с минимумов 2001 года в районе \$250/унция, до текущих \$1395/унция (справа на графике приведена реальная и номинальная история цен). «Полюс-золото» в середине 2000-х захеджировал выручку по продаже золота, заключив форвардные контракты. В итоге он был вынужден продавать металл по ценам куда ниже, чем рыночные и даже показывал убытки в 2007 и 2008, что выглядит как нонсенс по сравнению с другими золотодобытчиками.

Цены акций компании отражали эту низкую прибыльность, и после того как хедж закончился, «Полиметалл» резко нарастил прибыльность. В таблице приведены консенсус-ожидания Bloomberg, предполагающие прибыль в \$0.5 млрд. в 2011 году по сравнению с капитализацией сейчас в \$8 млрд., что дает мультипликатор P/E₂₀₁₁=16. Для сравнения, мультипликатор «Полюс-золота» составляет 17.

Справа приведены мультипликаторы золотодобытчиков по данным Bloomberg. Вторая колонка – капитализация, третья – мультипликатор ожидаемой прибыли 2011 года. Чтобы «Полюс золото» с капитализацией в \$12 млрд. попал в тройку, ему нужно превысить отметку в \$30 млрд.

Стоимость золотодобытчиков для нас - загадка. Очевидно, что прибыль компании определяется взглядом на будущее цен на золото. Несмотря на то, что золото перестало быть деньгами, оно имеет высокую стоимость. Она определяется целым набором факторов, начиная от исторических (привычка действовать по аналогии и держать золото из предосторожности) до социокультурных (украшения). Некоторые воспринимают золото как «хедж», а золотодобытчиков как страховку от кризиса, «глобальной инфляции» (в стиле 1970х). Есть промышленный спрос.

Дефицитность золота, определяется тем, что оно было рождено при взрывах сверхновых звезд. Золота, вероятно, никогда не будет много (если не будет изобретен способ ядерного синтеза, но это не предвидится еще много лет). За человеческую историю было синтезировано 165 тыс. тонн золота, если поделить на число живущих людей на земле в 6.8 млрд. человек, получим 24 грамма на человека (примерно \$1000 на каждого человека на земле по текущим ценам). В год добывается около 2.3 тыс. тонн золота, порядка 1.4% от уже добытого человечеством. Промышленность, даже при наличии больших стимулов в виде прибыли не сможет выдать большого объема.

В этом смысле, небольшое изменение отношения людей к золоту может приводить к большим изменениям рыночной цены на золото. Одно время металл был крайне популярен, в конце 1970-х и начале 80-х, что было связано с инфляцией. Затем был период непопулярности, когда цены обвалились больше чем 5 раз в реальном выражении. Сейчас – новый период популярности, отчасти связанный с ростом благосостояния развивающихся стран (индийцы, в частности, предъявляют значительный ювелирный спрос, что связано с традициями в стране, потребляющие 25% мирового золота, около 800 тыс. тонн в год.)

Золотодобывающие компании, конечно, имеют некоторые денежные потоки, но они малы по сравнению с рыночной стоимостью, если сопоставить их с традиционными публичными компаниями. Некоторые исследователи заявляют о нулевой или, даже, отрицательной бете, уверяя, что ставки дисконтирования по золотодобытчикам малы и близки к безрисковой ставке. Мы можем сравнить инвестиции в золото и золотодобывающие компании с инвестициями в предметы искусства. Картины Пикассо не производятся больше, есть определенный набор желающих купить их, в большей мере исходя из нерациональных соображений (восприятие, согласитесь, далеко от логики). Конечно, можно зарабатывать на картинах Пикассо, но это требует, чуть иных аналитических навыков, чем заработка на фундаментальной стоимости, скажем, «ЛУКОЙЛа».



	Name	Mkt Cap	B/Est P/E Nxt Yr	B/Est P/E
1)	BARRICK GOLD CORP	53.85B	14.03	16.83
2)	GOLDCORP INC	34.43B	25.19	38.77
3)	NEWCREST MINING LTD	30.99B	20.63	22.97
4)	NEWMONT MINING CORP	30.89B	13.38	16.11
5)	KINROSS GOLD CORP	21.04B	24.31	28.10
6)	ANGLOGOLD ASHANTI LTD	18.61B	12.44	23.55
7)	ZIJIN MINING GROUP CO...	17.51B	14.81	18.52
8)	CIA DE MINAS BUENAVEN...	14.46B	10.00	16.25
9)	AGNICO-EAGLE MINES LTD	14.22B	28.64	47.78
10)	GOLD FIELDS LTD	12.89B	13.24	18.80
11)	SHANDONG GOLD MINING...	12.00B	49.01	63.99
12)	POLYUS GOLD OJSC	11.77B	17.45	29.20
13)	ELDORADO GOLD CORP	10.00B	26.36	44.55
14)	YAMANA GOLD INC	9.19B	14.98	22.10
15)	ZHONGJIN GOLD CORP-A	8.83B	41.38	56.34
16)	RANDGOLD RESOURCES LTD	8.44B	21.07	55.09
17)	IANGOLD CORP	6.30B	13.46	25.19
18)	ZHAOJIN MINING INDUST...	5.96B	24.95	32.02
19)	HARMONY GOLD MINING ...	5.23B	13.30	25.62
20)	CENTERRA GOLD INC	4.97B	16.10	18.55

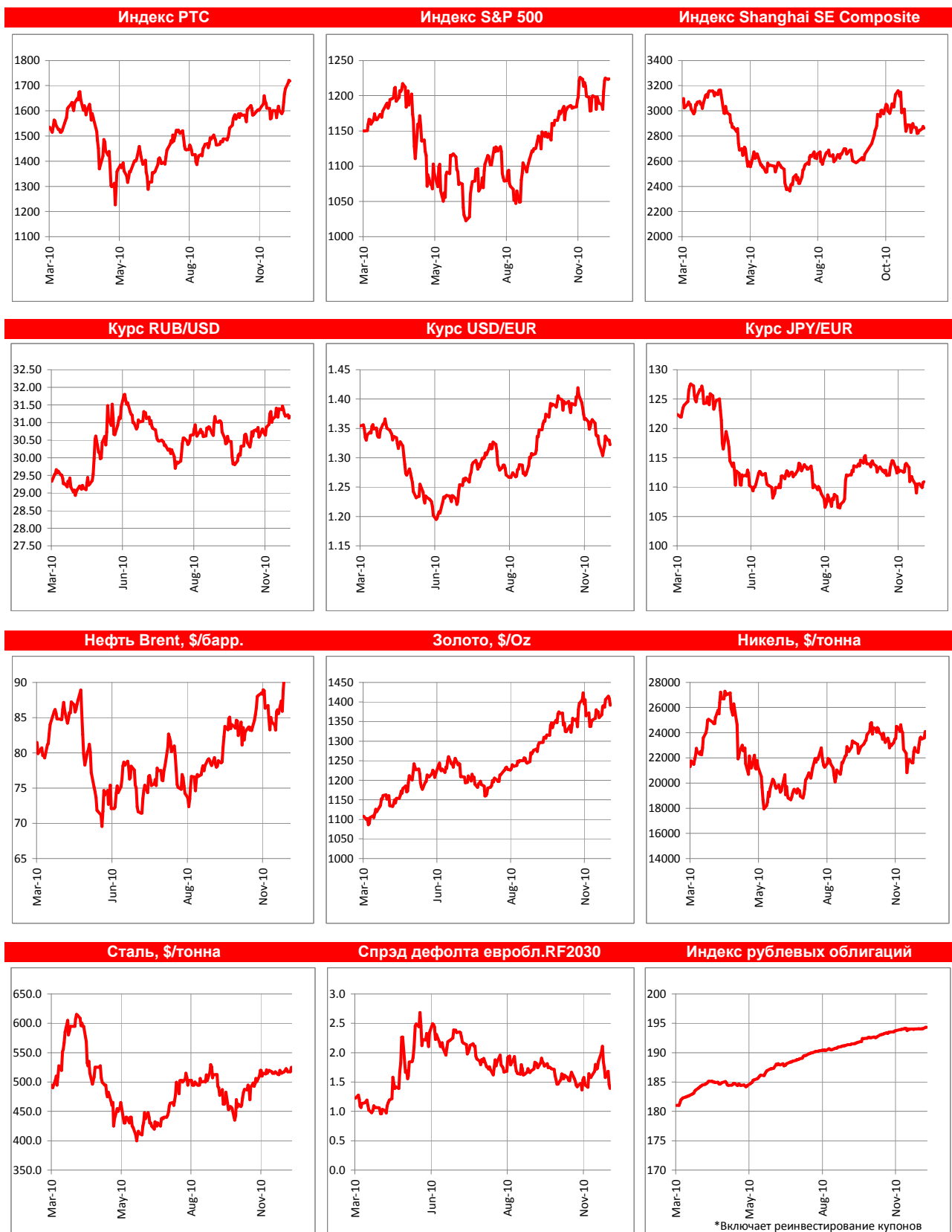
Вкратце:

- ФСФР зарегистрировала выпуск и проспект российских депозитарных расписок «Русала». Похоже, что действительно на следующей неделе могут начаться торги расписками «Русала» на российских площадках.
- «Интерфакс» сообщает, что Е. Он просит «Газпром» снизить цены на газ. Напомним, что в этом году европейские потребители увеличили закупки спотового газа у «Газпрома», который обходился им дешевле, чем контрактный. Когда спотовые цены превысили контрактные, затраты европейских потребителей газа возросли. Возможно, из-за этого европейские потребители просят снизить цены.
- Минэкономразвития планирует снизить оценку роста ВВП на 2010 год и повысить оценку инфляции. По словам Э. Нибиуллиной, рост ВВП в этом году будет чуть ниже 4% (рабочий вариант – 3,8%), а инфляция – 8,4%. По ее словам, темпы роста российской экономики не такие уж низкие, если сравнивать с данными по ведущим европейским странам. Заметим, что в 2009 году экономики стран еврозоны показали гораздо меньшие темпы падения экономики по сравнению с Россией.
- Глава Goldman Sachs Asset Management Джим О’Нил считает, что компании, ориентированные на потребителей из стран БРИК, – лучшая инвестиционная идея, и рекомендует их покупать. По его словам, в течение ближайших 15 лет потребительские расходы в странах БРИК могут превзойти аналогичный показатель в США. В 2009 году последняя страна потратила на потребление \$10 трлн., в то время как БРИК – \$4 трлн.
- Миноритарии «МТС» просят компанию не покупать за \$438 млн. «Систему телеком», основными активами которого является права на бренды «МТС», «Комстара» и «МГТС». Покупку «МТС» объясняет тем, что владение собственным брендом «стратегически важно» для компании и избавит от необходимости ежегодно выплачивать роялти. По некоторым оценкам, ежегодная экономия компании составит \$15 млн. Таким образом, если не принимать во внимание временную стоимость денег, \$438 млн. позволит «МТСу» платить роялти в течение почти 30 лет. Похоже, что «МТС» явно переплачивает за свой бренд, что и не понравилось миноритариям. Вполне возможно, что разработка нового бренда обошлась бы компании гораздо дешевле. Мы рассматриваем данную сделку как еще одну попытку основного акционера – АФК «Система» – решить свои финансовые проблемы за счет «МТС». Для того, чтобы защититься от возможных проблем, мы бы рекомендовали «МТС» вынести данную сделку с заинтересованностью на общее собрание акционеров.
- «Ведомости» сегодня пишут, что регионы также готовы приватизировать свои пакеты в местных банках. Уже появился первый желающий это сделать – правительство Ханты-Мансийского АО, которое в следующем году может выставить на продажу 44,2% акций Ханты-Мансийского банка. Продажу доли в «Банке Москвы» прорабатывают власти столицы. Также о возможных IPO заговорили и частные банки, в частности это «Уралсиб». Похоже, в ближайшее время нас ждет череда банковских IPO.

Местное:

- «Пермдорстрой» С. Пантелеева выиграло аукцион на реконструкцию федеральной дороги Пермь-Кунгур. Начальная цена контракта составляла 3,3 млрд. рублей, при этом наименьшую цену предложило «Пермдорстрой» — 2,38 млрд. рублей

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	146 286	-0.82	10.45	10.59	15.42	5.15	5.93	5.33	5.65	4.58
Новатэк	30 290	3.33	15.92	18.59	90.99	82.83	36.78	24.22	25.73	16.98
Роснефть	74 760	0.15	5.57	-0.37	-9.42	-12.73	10.93	7.45	6.61	5.04
ЛУКОЙЛ	49 580	-1.75	4.45	2.47	10.55	7.18	7.07	5.90	4.07	3.75
Газпром нефть	20 363	2.43	7.29	7.75	-21.50	-18.18	6.76	6.31	5.30	4.63
Сургутнефтегаз	34 828	-1.70	2.63	-0.81	14.47	13.28	9.48	7.74	-	2.45
ТНК-ВР	43 491	0.00	17.89	31.82	69.10	68.12	8.40	7.21	5.38	4.72
Татнефть	10 703	0.12	3.33	1.10	9.64	9.64	6.22	6.41	5.07	4.96
БАНКИ										
Сбербанк	74 313	1.52	5.47	3.25	48.05	29.08	96.33	16.60	-	-
ВТБ	34 863	1.17	3.69	-2.27	61.40	49.77	-	21.13	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 622	0.98	2.53	3.00	56.71	53.94	16.40	15.94	13.39	7.89
ОГК-2	1 943	0.49	4.70	10.12	121.29	101.74	56.14	25.25	23.69	12.70
ОГК-3	2 544	-0.83	-0.30	0.72	12.16	13.99	18.72	22.77	10.32	12.42
ОГК-4	6 575	-1.48	4.10	28.65	120.71	100.80	37.70	23.73	23.33	15.64
ОГК-5	3 349	-0.07	3.94	13.93	28.35	37.56	33.08	25.98	17.19	13.02
ОГК-6	1 391	-0.59	1.67	6.67	90.50	79.79	18.01	26.89	11.01	13.07
ТГК-9	1 257	0.00	2.04	2.56	66.67	60.00	10.00	9.04	7.26	4.49
Русгидро	15 298	-1.20	0.18	4.16	44.91	45.42	15.77	12.21	9.24	7.63
ИнтерРАО	4 427	-0.83	-0.63	2.17	6.74	-0.88	-	32.64	-	12.44
ФСК	14 403	-0.55	-0.27	-1.36	2.82	14.11	-	17.20	-	8.03
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 337	2.38	2.48	2.02	-12.68	-3.90	28.73	30.08	6.91	7.37
МТС	16 500	0.21	1.56	-0.94	14.64	16.41	16.43	10.13	4.73	4.11
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	40 403	-0.74	8.89	12.64	58.26	55.85	15.54	8.40	9.53	5.95
НЛМК	26 637	4.20	17.90	21.10	46.44	50.79	123.86	21.32	19.99	11.90
ММК	12 211	1.73	9.50	8.42	30.33	36.09	52.63	23.40	14.54	8.89
Северсталь	15 980	1.03	10.46	12.04	105.70	95.21	-	117.52	23.07	8.22
Мечел	11 090	-1.04	12.21	9.99	70.83	71.24	150.39	17.04	27.27	9.29
Белон	964	-1.77	4.69	-0.34	37.04	38.79	37.36	8.71	14.61	5.38
Распадская	5 183	1.07	9.51	19.25	57.01	41.46	44.45	20.21	20.97	12.93
Полюс золота	11 785	6.99	8.10	21.45	19.59	21.35	36.64	25.37	22.06	15.47
Полиметалл	8 006	0.36	9.61	27.26	111.15	121.06	83.41	44.45	35.08	26.33
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	13 535	0.92	16.06	19.69	42.21	58.26	47.09	23.85	26.63	16.78
Сильвинит	6 911	0.12	5.69	19.59	13.55	16.47	20.78	13.98	12.16	9.93
Акрон	1 518	-0.96	4.23	7.55	16.17	15.40	6.78	9.37	11.23	7.57
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	3 010	0.67	5.73	9.41	94.79	59.98	33.75	17.97	10.61	7.57
Седьмой континент	606	-0.44	1.47	-1.45	16.11	9.98	16.61	14.15	7.05	6.54
Магнит	11 280	-0.02	8.85	12.37	83.31	82.82	41.00	33.63	24.15	18.75
ПИК	1 983	-0.75	6.86	8.84	6.62	1.56	-	2.63	-	-
Система Галс	345	-1.74	0.24	16.31	3.86	12.78	-	-	-	-
ЛСР	3 322	0.41	14.22	16.83	98.64	73.89	22.35	23.01	8.84	10.34

МИРОВЫЕ РЫНКИ

	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	
Индекс S&P	1223.8	0.05	3.66	0.04	12.07	9.74
Индекс РТС	1717.8	-0.20	5.15	5.49	26.94	18.91
USD/EUR	1.3 220	-0.61	0.69	-5.17	-10.20	-7.75
RUB/USD	31.18	-0.14	0.59	-1.15	-1.85	-3.66
RUB/EUR	41.23	0.38	-0.14	4.15	9.23	4.45
Золото, \$ Oz	1391.35	-1.23	0.04	-0.98	21.32	26.65

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.