

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 9 ноября 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
РБК ИС-ао	37.06	5.4
ГМКНорНик	5870	4.7
ВТБ ао	0.1066	3.0
ММК	31.275	2.9
ПолюсЗолот	1586.1	2.8
Газпрнефть	124.25	2.6
ГАЗПРОМ ао	174.2	2.4
СевСт-ао	442.01	2.3
Татнфт Зао	151.88	2.3
Новатэк ао	262.86	2.1
Роснефть	220.93	1.9
Уркалий-ао	165.8	1.4
УралСви-ао	1.214	1.3
Ростел -ао	139.98	1.3
Ростел -ап	89.97	1.2
РусГидро	1.587	1.0
ЛУКОЙЛ	1772	1.0
МТС-ао	260.5	1.0
Сбербанк-п	71.27	0.8
Транснф ап	36479	0.8
ОГК-3 ао	1.662	0.7
Татнфт Зап	76.49	0.6
Сургнфгз	30.621	0.6
Сбербанк	103.95	0.6
Аэрофлот	77.23	0.6
ФСК ЕЭС ао	0.369	0.5
Сургнфгз-п	15.48	0.0
ОГК-5 ао	2.591	-0.4
Магнит ао	3520	-0.4

Индекс ММВБ вчера закрылся с результатом +1.8% - это наивысшая отметка после кризиса, последний раз так дорого (в рублях) акции стоили в конце июля 2008 года. Рынок открылся скачком, догоняя убежавшие вперед мировые рынки, но закрытие оказалось не настолько оптимистичным, как ожидалось.

Среди лидеров оказался «Норникель». Вчера состоялся совет директоров компании, среди вопросов обсуждалась, в том числе возможность отчуждения акций ОКГ-3 (обмен на 79% принадлежащих «Норникелю» на акции допэмиссии «ИнтерРАО» в размере 13%), правда, этот вопрос перенесен на 22 ноября по техническим причинам. В обсуждении некоторая роль отводится независимым директорам, что, возможно, говорит портфельным акционерам о том, что в компании не все так плохо с корпоративным управлением.

Мы полагаем, что реальная причина опережающего роста акций «Норникеля» - их дешевизна. В текущем году компания должна заработать около \$4.6 млрд., в следующем чуть меньше \$5 млрд. При текущей капитализации \$35.9 млрд. - это предполагает мультипликатор P/E чуть больше 7. Компания обеспечивает неплохой денежный поток. В текущем году компания выплатила 210 рублей дивиденда за прошлый год (3.6%). «Доходность прибыли» в этом году составляет \$4.6 млрд./\$35.9 млрд. = 12.8%, и если компания повысит коэффициент выплат от чистой прибыли,

скажем, до 50%, то дивидендная доходность может составить 6.4%. Это уже близко к доходности длинных рублевых облигаций, а с точки зрения доходностей в долларовых и евровых зонах выглядит супер-привлекательно. Конечно, следует сделать оговорку, что дивидендная доходность будет определяться Потаниным, исходя из его личных потребностей в деньгах, желанием делиться или не делиться с Дерипаской. В 2008-м, к примеру, «Норникель» не платил дивидендов.

Не следует забывать, что при всех рисках, акции иммунизированы от инфляции (коль скоро уж некоторые боятся, что политика ФРС по QE-2 может запустить ускоренный рост цен). Предприятия могут переносить издержки на потребителей и поднимать «ценник» в случае инфляции, и поэтому дивидендная доходность долгосрочно должна расти как минимум, с темпами роста цен. Способность «Норникеля» приносить дивиденды долгосрочно - это то, за что в конце концов инвесторы будут покупать акции. «Норникель» с P/E=7 выглядит дешево по сравнению, скажем, с «НОВАТЭКом» (P/E=16 по прибыли 2011 года) или «Магниткой» (P/E=11.8). Его способность приносить денежные потоки примерно в 2 раза выше (без учета перспектив долгосрочного роста прибыли, которые также важны).

Другая акция, оказавшаяся вчера лучше рынка - «Газпром» (+2.4%). Это самая дешевая бумага из 30-ти бумаг входящих в индекс ММВБ по мультипликатору P/E=4.38 по прибыли 2011 года (кроме привилегированной «Транснефти», точные подсчеты P/E которой затруднительны из-за ненаблюдаемой капитализации обыкновенных бумаг). Ближайшая по дешевизне P/E_2011 компания - «ЛУКОЙЛ», с мультипликатором 5.5. Монополия имеет «доходность прибыли» равную $1/4.38=22.8\%$. Если пометить, что компания выплатит 50% от чистой прибыли в виде дивидендов (50% - типичный показатель, наблюдаемый для крупных компаний на рынке США), то дивидендная доходность составила бы 11.4%. Что в текущих условиях сверхнизких ставок по всему миру выглядит как манна небесная. Конечно, «Газпром» не выплачивает эту прибыль в виде дивидендов, и многие наблюдатели склонны считать, что зарабатываемый монополией денежный поток пойдет коту под хвост. Но не следует также забывать, что любая акция должна иметь свою цену, конечно, если предполагаемая растрата денежных потоков компании не будет составлять 100% бесконечно. Поскольку мы не верим в такой сценарий, то «Газпром», с нашей точки зрения, не может заслуживать другой оценки, кроме как «покупать».

Рынки накануне:



Вчера монополия отчиталась по прибыли за полугодие 2010 года. Результаты, формально, оказались лучше, чем ожидания прибыли, но мы не считаем это принципиальным. Можно спорить о том, что прибыль этого года окажется равной \$27 или \$30 млрд., но все равно, это один из лучших результатов среди публичных компаний мира. Напомним, что по итогам 2009 года «Газпром» имел самую большую чистую прибыль среди публичных компаний. Ближайшая по этому показателю компания ExxonMobil в 2010 году, ожидается, заработает порядка \$29 млрд., при этом имеет капитализацию в \$354 млрд. и мультипликатор P/E₂₀₁₀ = 12.

С конъюнктурной точки зрения сегодня мировые рынки показывают некоторое охлаждение. Спутр навверх связанный с QE-2 от ФРС закончился. Через пару дней собирается саммит G-20 в Корее, где правительства крупных мировых стран должны продолжить выработать согласованные меры по противодействию мировому кризису.

Несколько недель назад СМИ активно писали о «валютных войнах», что с нашей точки зрения выглядит как некоторое преувеличение. Крупные валютные зоны, вроде доллара или евро, фактически лишены возможности манипулировать своим валютным курсом напрямую – у них нет «точки опоры», других валют против которых можно проводить интервенции. Эти валюты находятся в «свободном плавании». Некоторые наблюдатели считают, что расширение денежного предложения ФРС (QE-2) есть форма такой интервенции, заставляющей частных инвесторов конвертировать свои капиталы в другие валюты. Мы не вполне согласны с такой трактовкой, основанная идея QE-2 от ФРС это не манипуляция курсом, а возврат инфляции на ожидаемую траекторию, недопущение «дефляционной спирали». Вчера, к слову, состоялось выступление К. Трише, главы ЕЦБ, который считает, что QE-2 это не есть попытка манипулирования курсом.

Если взять практически любого экономиста и спросить его о том, как он относится к идее регулирования цен (например, на гречку) или зарплат в частном секторе, то он скажет, что это плохая идея. Госплан СССР пытался регулировать экономику, но это, похоже, была плохая идея. Цены выполняют важную сигнальную функцию, уравнивают спрос с предложением. Если цена высокая, то «спрос рождает предложение» (кроме случаев когда «рынки ломаются»). Но есть довольно большое количество экономистов, которые считают, что валютные курсы следует регулировать. Мы видим в этом противоречие – цена национальной валюты это, пожалуй, самая главная цена в экономике, и почему именно она нуждается в регулировании нам не понятно. Страны зоны Евро потому и объединились в единую зону, чтобы избежать валютной волатильности, среди экономистов популярна идея «оптимальных валютных зон», при которых валюты были бы привязаны друг к другу. Тем не менее, наблюдается постоянная тенденция движения к неуправляемым курсам. Так, рубль, нашими властями обещается, должен стать свободно плавающей валютной с 2012 года. Возможно, в перспективе десятилетия произойдет либерализация юаня. Валютные войны это – миф.

Мы считаем, что действия ФРС носят благоприятный характер и вряд ли приведут к «валютным войнам» или другим «казням египетским», чтобы не говорили некоторые наблюдатели.

Вкратце:

- «Газпром» вчера отчитался по МСФО за первое полугодие 2010 года. Выручка концерна выросла на 17% до 1,7 трлн. рублей, а прибыль увеличилась на 66% до 508 млрд. рублей. Поставки в Европу принесли «Газпрому» 661 млрд. рублей, что на 8% ниже по сравнению с прошлогодними цифрами. Объемы поставок выросли до 77 млрд. куб. м., но цены упали на 15% до \$285,9 за тыс. куб. м. В третьем и четвертом квартале контрактные цены выросли до \$318 и \$327 за тыс. куб. м. соответственно, и это с учетом поставок газа по спотовым ценам. Выручка от поставок на внутренний рынок выросла на 38% до 344 млрд. рублей, благодаря росту тарифов и объемов поставок. Напомним, что по итогам 2009 года компания впервые получила прибыль от поставок на внутренний рынок в размере 8,2 млрд. рублей. По итогам 2010 года концерн планирует заработать на российских потребителях 110-120 млрд. рублей.
- Таможенный союз одобрил льготные пошлины на экспорт нефти с лукойловских месторождений на Каспии. Экспортная пошлина для этой нефти составит \$98,8 за тонну при ставке в \$290,6 за тонну. По итогам 2011 года общая экономия на налогах оценивается в \$350 млн. Таким образом, «ЛУКОЙЛ» стал первой нефтяной компаний без участия государства в капитале, которая получила налоговые льготы.
- Белорусская калийная компания повысила цены на гранулированный хлористый калий для рынков Юго-Восточной Азии до \$450 за тонну, а для Бразилии до \$440 за тонну. Новые цены начнут действовать с 8 ноября до конца первого квартала 2011 года. Как пояснил глава БКК В. Николаенко, в течение последних месяцев спрос на удобрения превышает предложение, а рост цен внесет существенный вклад в процесс восстановления калийной отрасли.
- «Новатэк» покупает у «Газпромбанка» 51% акций «Сибнефтегаза», которому принадлежит Береговое месторождение газа. Стоимость сделки не раскрывается, по некоторым оценкам, за актив «Новатэк» может заплатить \$1-1,2 млрд. Запасы месторождения оцениваются в 400 млрд. куб.м. Таким образом, цена сделки составила около \$0,86 за баррель нефтяного эквивалента. В результате сделки запасы газа «Новатэка» вырастут на

10% до 2,1 трлн. куб.м. Основным претендентом на этот актив ранее рассматривался «Газпром», предлагавший за него 10% акций «Новатэка». Как пишут сегодня «Ведомости» со ссылкой на источники, «Газпром» решил, что сейчас ему не стоит «разбрасываться».

- ОПЕК прогнозирует, что к 2030 году мировой спрос на нефть вырастет на 23,4% до 105,5 млн. баррелей в сутки. Также картель ожидает, что поставки нефти из России к 2030 году вырастут на 6% до 10,7 млн. баррелей в сутки.

Местное:

- Арбитражный суд Пермского края признал банкротом ЗАО «Уралавто» (бывшее ЗАО «УралАвтоИмпорт»). В отношении банкрота введено конкурсное производство. Задолженность предприятия оценивается в 2,5 млрд. рублей, а активы – в 1,1 млрд. рублей, большая часть которых это дебиторская задолженность.
- «Сибур-Химпром» сегодня в Перми запустит линию по производству стирола мощностью 50 тыс. тонн в год. Вторая очередь также мощностью в 50 тыс. тонн в год будет запущена в 2012 году. Новая линия более чем наполовину снизит зависимость российских потребителей стирола от импортного сырья.

Напоследок:

Представляем таблицу из книги Ф.Мишкина «Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков». Это каналы влияния денег на выпуск, которые изучают экономисты. Заметим также, что это неполный перечень, а лишь представления мейнстрим-экономистов. Кроме этого, существуют неортодоксальные течения, вроде австрийской школы экономики или чартализма. Также есть параллельные теории в мейнстриме, вроде теории балансовой рецессии. К сожалению, влияние монетарной политики слишком неоднозначно, чтобы его можно было описать простой логической цепочкой.

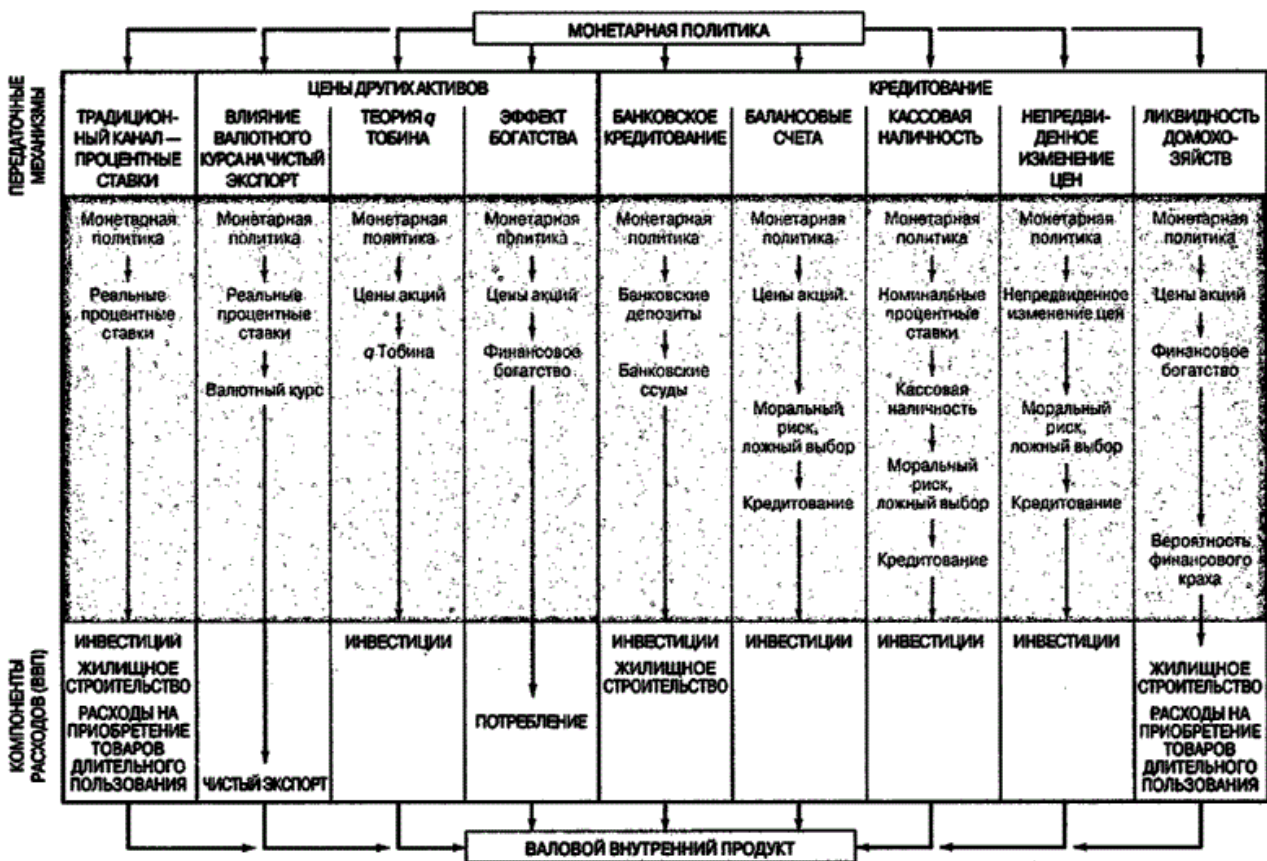
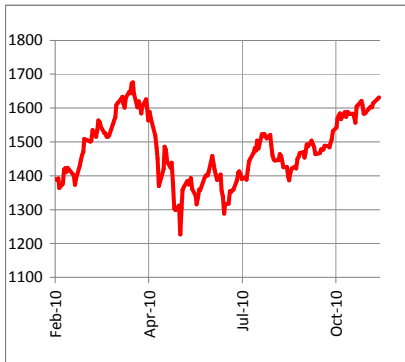


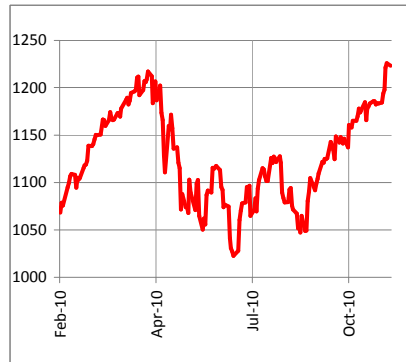
Рис. 26.3. Взаимосвязь между монетарной политикой и ВВП: механизмы денежной трансмиссии

Конъюнктура рынков:

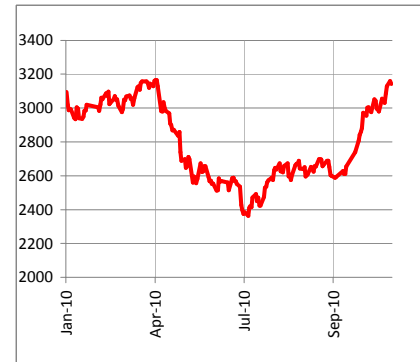
Индекс РТС



Индекс S&P 500



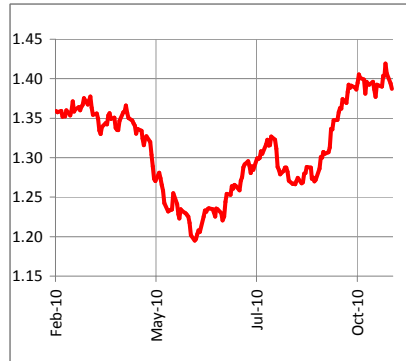
Индекс Shanghai SE Composite



Курс RUB/USD



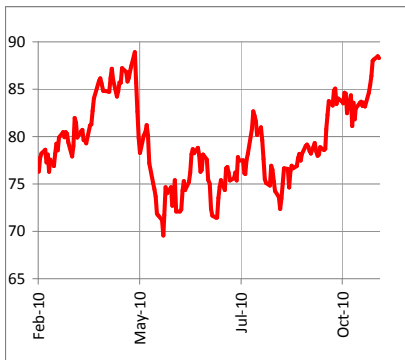
Курс USD/EUR



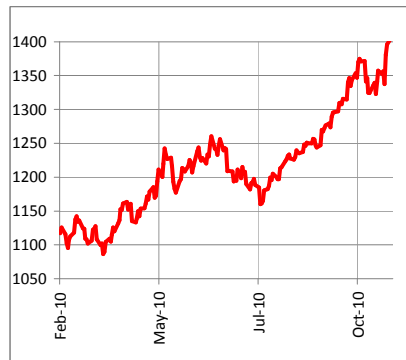
Курс JPY/EUR



Нефть Brent, \$/барр.



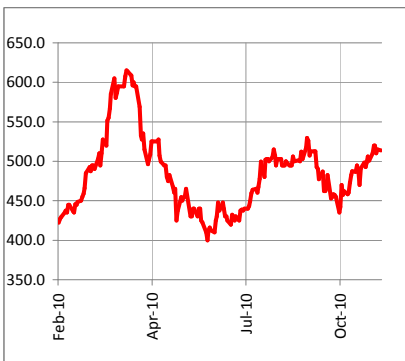
Золото, \$/Oz



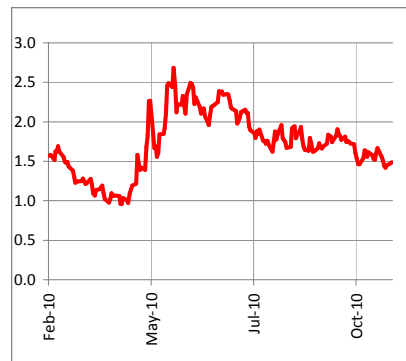
Никель, \$/тонна



Сталь, \$/тонна



Спрэд дефолта евробл.RF2030



Индекс рублевых облигаций



*Включает реинвестирование купонов

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	133 570	2.38	4.21	6.77	-4.09	-4.92	5.42	4.70	5.31	4.20
Новатэк	25 790	1.67	7.04	13.91	76.03	54.17	31.32	19.89	21.83	14.15
Роснефть	75 765	1.81	3.21	6.15	-7.35	-12.41	11.08	7.37	6.67	5.05
ЛУКОЙЛ	48 857	1.18	3.77	2.72	1.98	4.60	6.97	5.97	3.93	3.68
Газпром нефть	19 082	2.81	4.60	4.93	-17.42	-24.07	6.33	6.12	5.15	4.62
Сургутнефтегаз	35 454	0.56	2.84	2.08	16.56	14.21	9.65	7.37	-	2.65
ТНК-ВР	32 993	1.85	7.58	-1.79	18.60	27.54	6.38	5.25	4.26	3.64
Татнефть	10 690	1.81	3.99	0.96	11.59	8.45	6.22	6.05	4.98	4.61
БАНКИ										
Сбербанк	72 673	0.62	4.58	14.93	50.68	25.02	94.20	16.72	-	-
ВТБ	36 015	2.61	6.19	16.97	70.42	53.23	-	20.33	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 591	0.36	0.00	-1.70	53.42	49.46	16.07	14.18	13.01	7.81
ОГК-2	1 781	1.45	2.25	-3.23	87.71	83.21	51.48	24.85	22.45	12.13
ОГК-3	2 550	0.61	2.03	-5.85	16.11	13.17	18.77	24.82	9.57	10.53
ОГК-4	5 160	-0.04	-2.99	-4.68	60.04	56.08	29.59	19.03	18.17	12.50
ОГК-5	2 968	-0.08	0.82	-3.72	17.93	20.74	29.33	24.23	15.68	12.20
ОГК-6	#N/A	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ТГК-9	1 244	2.08	2.08	0.51	40.00	56.80	9.90	12.22	7.14	4.97
Русгидро	14 830	0.95	0.13	0.06	51.92	39.61	15.29	11.82	9.20	7.46
ИнтерРАО	4 376	0.65	-0.64	-3.46	56.32	-2.96	-	28.14	-	11.36
ФСК	14 743	0.54	-0.81	1.10	14.95	15.67	-	17.31	-	8.37
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 303	1.22	2.38	3.44	-27.07	-5.81	28.44	24.66	6.82	7.21
МТС	16 819	0.80	4.33	3.83	21.30	17.52	16.74	10.28	4.80	4.04
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	36 219	4.63	5.31	10.63	43.50	38.36	13.93	7.89	8.56	5.42
НЛМК	22 211	5.59	10.59	9.35	42.86	24.52	103.28	17.25	16.86	9.83
ММК	11 372	3.32	7.66	8.39	36.55	25.52	49.02	21.66	13.72	8.35
Северсталь	14 401	2.21	4.84	-1.24	92.64	74.23	-	56.66	21.28	7.33
Мечел	10 180	4.01	7.86	2.73	54.03	55.68	138.05	14.85	-	-
Белон	976	0.15	0.81	-3.43	38.60	39.27	37.86	8.74	14.65	5.32
Распадская	4 389	0.90	-3.17	2.26	33.64	18.62	37.64	16.50	17.86	10.58
Полюс золото	9 798	2.86	3.99	4.41	-7.91	-0.08	30.46	18.83	-	-
Полиметалл	6 352	2.78	-2.13	-4.61	82.25	73.71	66.18	26.78	28.00	15.85
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	11 418	1.73	10.18	23.18	20.89	32.22	39.72	20.84	22.60	14.24
Сильвинит	5 836	2.80	7.94	9.94	15.11	-2.61	17.55	11.79	10.59	8.29
Акрон	1 425	-0.19	2.42	2.08	0.65	7.30	6.36	9.83	10.81	7.60
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 778	0.77	5.45	17.03	83.10	46.21	31.14	16.01	10.06	7.11
Седьмой континент	621	1.38	2.20	-10.92	-0.57	11.59	17.02	14.28	7.17	6.55
Магнит	10 137	-0.43	-0.37	0.08	95.45	62.70	36.84	30.28	21.80	16.91
ПИК	1 840	-0.48	1.03	-1.09	-2.42	-6.69	-	2.44	-	-
Система Галс	300	0.05	2.29	0.82	-16.62	-3.03	-	-	-	-
ЛСР	2 871	0.36	2.42	6.62	66.93	48.83	19.32	19.89	7.90	9.25
МИРОВЫЕ РЫНКИ										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года				
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.					
Индекс S&P	1223.3	-0.21	3.28	4.99	11.91	9.70				
Индекс РТС	1631.4	0.19	2.83	4.12	15.89	12.93				
USD/EUR	1.3 868	-0.52	-1.20	-0.14	-7.58	-3.23				
RUB/USD	30.87	-0.18	-0.39	-3.11	-6.90	-2.72				
RUB/EUR	42.87	0.18	0.61	-3.09	0.61	0.46				
Золото, \$ Oz	1409.75	0.33	3.92	4.90	27.49	28.32				
<i>Данные Bloomberg</i>										

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.