

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 10 августа 2010 г.

Лидеры изменения в индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Ростел -ап	75.14	4.8%
РБК ИС-ао	36	4.6%
ГМКНорник	5183	3.1%
СевСт-ао	379.67	1.7%
ГАЗПРОМ ао	169.61	1.7%
ВТБ ао	0.0841	1.7%
РусГидро	1.638	1.7%
ММК	26.7	1.5%
Сбербанк-п	61.91	1.5%
Уралкалий-ао	138.45	1.2%
Роснефть	207.16	1.1%
Ростел -ао	112	1.0%
Татнфт Зап	74.61	0.9%
Сбербанк	83.68	0.8%
ОГК-5 ао	2.66	0.8%
УралСви-ао	0.994	0.7%
Татнфт Зао	146.28	0.6%
Сурнфгз	30.373	0.5%
ЛУКОЙЛ	1706.1	0.4%
МТС-ао	244.79	0.3%
Сурнфгз-п	13.539	0.3%
ФСК ЕЭС ао	0.356	0.3%
Газпрнефть	126.5	0.3%
Аэрофлот	62.65	0.2%
ПолусЗолот	1360.5	0.1%
ОГК-3 ао	1.721	0.0%
Транснф ап	31760	0.0%
Магнит ао	3100	-0.1%
Система ао	27.678	-0.2%
Новатэк ао	215.75	-0.4%

У российского фондового рынка есть моменты предсказуемости – для того, чтобы понять, как откроется рынок нужно посмотреть, где находятся фьючерсы на американские индексы. Правда, это знание не позволяет зарабатывать. Начало торгов начинается догоняющим прыжком («гэпом»), затем предсказуемости не видно, спекулянты отторговывают сигналы с фьючерсного рынка США.

Так и вчера, отечественные акции выросли с открытия, но закрыться на максимумах не смогли. Ниже мы приводим график сопоставляющий колебания американских фьючерсов и индекса ММВБ за последние дни (данные обрезаны по формату торгов в РФ – с 12-30 до 20-45 пермского времени). У российских акций есть некоторый элемент собственной судьбы, но основные колебания остаются «наведенными».

Последние 6 торговых дней колебания индекса ММВБ укладываются в коридор шириной в 2%. Обсуждать эти микроколебания не имеет большого смысла. Обороты торгов на рынке маленькие (акции ММВБ: 35 млрд., примерно на треть «нормы»). «Летнее затишье» - если использовать штампы и банальности комментаторов. Есть многочисленные свидетельства, что жара в России и смог в Москве отвлекают спекулянтов от основного занятия.

Поскольку ярких тем нет, мы разберем, откуда на фондовом рынке берется доходность, ориентируясь на мультипликатор P/E. Разложив на части, мы получим следующие компоненты доходности:

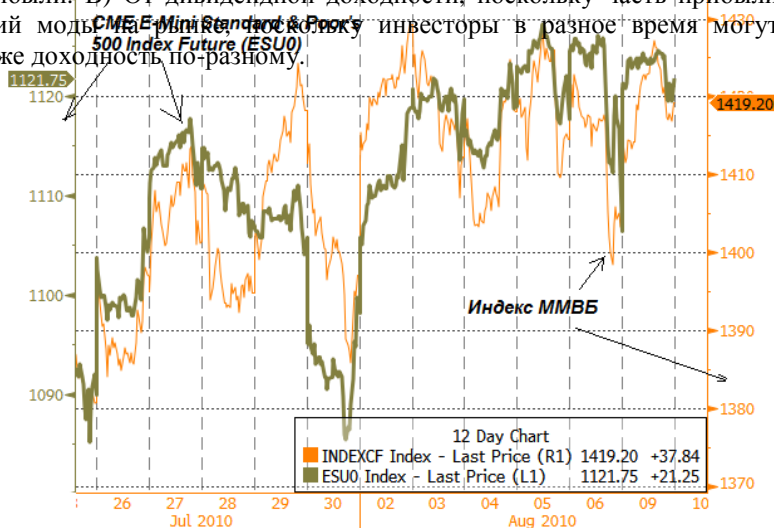
«Доходность инвестора» = «инфляционный рост прибыли» + «реальный рост прибыли» + « дивиденды» + «изменение моды инвесторов в том, как они ценят эту прибыль, т.е. изменение мультипликатора прибыли»

Итак, прибыль инвестора, который купил и держит акции будет складываться А) От инфляции, предприятия могут повышать цены и перекладывать издержки на потребителя, так, что в реальном выражении их прибыль остается примерно одинакова. Б) от реального роста прибыли этих предприятий. Долгосрочно рост можно аппроксимировать ростом экономики (ВВП). Предприятие оставляет себе часть прибыли и за счет этих инвестиций становится больше и зарабатывает больше прибыли. В) От дивидендной доходности, поскольку часть прибыли выплачивается на дивиденды Г) От изменений моды инвесторов, инвесторы в разное время могут оценивать одно и то же предприятие, одну и ту же доходность по-разному.

Для рынка США, где накоплена большая статистика, инфляция последних десятилетий составляла примерно 3.5%, реальный рост 3%, дивидендная доходность еще 3%. Все вместе это дает порядка 9%-10%, что близко к тому, что получали инвесторы.

Последняя компонента (Г) – мода инвесторов – самая сложная вещь. Очень долгосрочный инвестор ей может пренебречь, но краткосрочный – вряд ли. Предположим, что мультипликатор P/E сначала был 15, затем стал 7.5 (т.е. мода на прибыль упала в два раза). Мы также будем предполагать, что инвесторы ориентируются не на текущие

Рынки накануне:



прибыли, а на средние прибыли, которые будут зарабатывать предприятия на долгосрочной перспективе. То есть «Е» в мультипликаторе P/E, не является конъюнктурным, а отражает долгосрочные усредненные перспективы предприятий. Это предположение нам необходимо чтобы избавиться от волатильности финансовых показателей предприятий, связанных с фазой бизнес-цикла.

Краткосрочный инвестор, который держит акции 1 год, получит порядка 10% прибыли от инфляции, дивидендов и реального роста. Но изменение моды инвесторов составляет -50% (15->7.5 по P/E). Общий результат за год -40%. Это много.

Теперь то же самое применим к долгосрочному инвестору, который держит акции 15 лет. Предположим, что он покупал акции под мультипликатор 15, теперь рынок оценивает их в 7.5. Доходность инвестора будет составлять те же 10% годовых, плюс убыток от «моды на прибыль», который размазывается на 15 лет. Итоговый результат $10\% + ((1/2)^{(1/15)} - 1) = 10\% - 4.5\% = 5.5\%$. Итак, получается, что долгосрочное пассивное держание оказывается менее рискованным, чем краткосрочное.

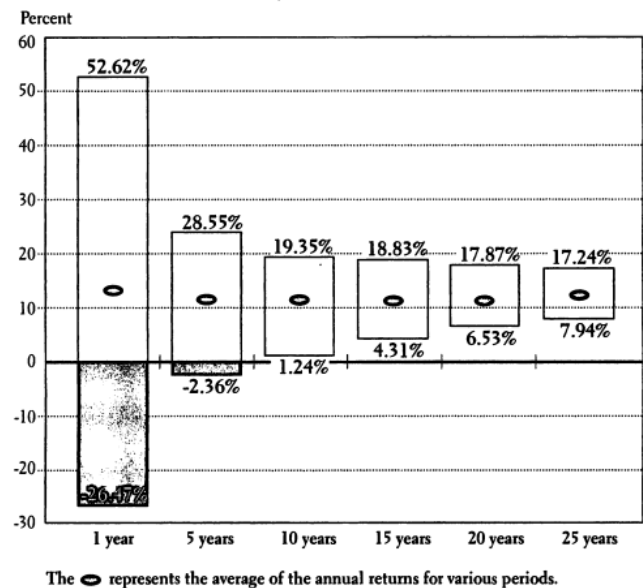
Приведенные нами расчеты не являются математически строгими, мы использовали некоторые упрощения, чтобы показать логику. Приведенные цифры примерно отражают недавнюю историю фондового рынка США. Долгосрочное держание оказывается менее рискованным, чем краткосрочное из-за того, что изменчивая мода на прибыль компаний размазывается на большие промежутки времени. Чем дольше держишь акции, тем более предсказуема прибыль (если не будет национализации). Ценность прибыли имеет тенденцию к реверсии – периоды высоких мультипликаторов P/E перемежаются периодами низких, но за пару столетий рынок США колеблется вокруг среднего значения около 15.

Совсем краткосрочные игроки, оперирующие днями и неделями вообще играют с отрицательным ожиданием. Рынок легко может упасть на 10% за год или вырасти на 20%. Средняя ожидаемая доходность за день $(1+19\%)^{(1/365)} - 1 \approx 0\%$. А типичное дневное отклонение акций составляет +/-2%, которые трудно угадать. Потому и говорят, что краткосрочно рынок похож на случайное блуждание. Если мы учтем, комиссию брокера, «проскальзывание» (если мы оперируем существенным пакетом, а не тысячей рублей) и налоги правительству, то мы получаем отрицательное математическое ожидание. Краткосрочная игра - это большие риски, долгосрочно все иначе – чем дольше, тем меньше неопределенности. Поэтому и говорят, что акции хороши надолго и плохи краткосрочно. Игра в акции на коротке, близка, по сути, к казино.

Вкратце:

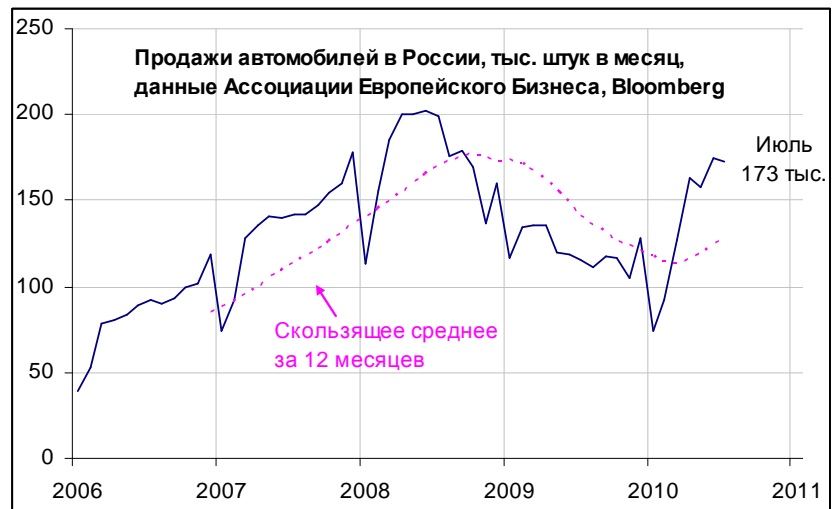
- А. Волошин подписал протокол общего собрания акционеров «Норникеля», несмотря на то, что его позиция относительно результатов собрания не изменилась. Свое решение подписать протокол А. Волошин объяснил заботой об акционерах, которые теперь смогут получить дивиденды (210 рублей на акцию). Напомним, что на прошлой неделе «Русал» потребовал провести внеочередное собрание акционеров, на котором будет переизбран совет директоров. Не исключено, что перед собранием может начаться скупка акций «Норникеля» как самой компанией, так и структурами, близкими к компании. В частности, НПФ «Норникель» призвал заинтересованных инвесторов с целью выкупа акций «Норникеля» у «Русала».
- «Объединенная авиастроительная корпорация» за первое полугодие поучила прибыль в 1,4 млрд. рублей. В прошлом году у компании был убыток.
- ВЭБ сообщил, что прекратил прием заявок от банков на рефинансирование ипотеки. Это связано с тем, что общий объем заявок достиг максимальной суммы в 150 млрд. рублей. Напомним, что программа поддержки ипотеки запущена весной этого года и была рассчитана на три года. Несмотря на то, что программа выполнена досрочно, заметного влияния на рынок недвижимости она не оказала.
- Индийская ONGC предлагает «Роснефти» принять совместное участие в конкурсе на разработку месторождений им. Требса и Титова. Как пишут «Ведомости», сейчас идут переговоры. Напомним, что конкурс по этому месторождению пройдет в конце года.

Range of Annual Return Rates on Common Stocks for Various Time Periods, 1950–2005



- «Роснефть» сообщила, что перечислила на счета банка-поручителя почти 13 млрд. рублей, которые потом должны поступить на счета Yukos Capital. Несмотря на это «Роснефть» намерена продолжить судебные тяжбы с Yukos Capital в большей степени из-за принципиальных соображений.

- Вчера Ассоциация Европейского бизнеса опубликовала статистику по продаже автомобилей в РФ. За июль продано 173 тыс. штук, что больше, чем продавалось в том же месяце 2007 года, хотя меньше, чем предкризисные объемы 2008. Конечно, на продажи влияет программа по утилизации (50 тыс. за старый автомобиль) и после ее окончания можно ожидать некоторого провала. Тем не менее, продажи автомобилей – это еще один признак того, что кризис завершается.

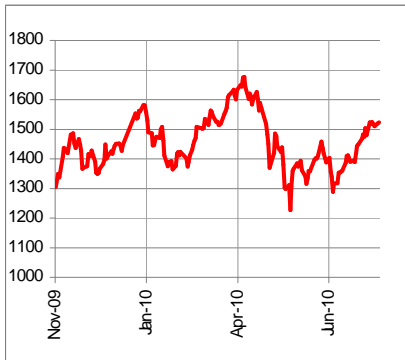


Местное:

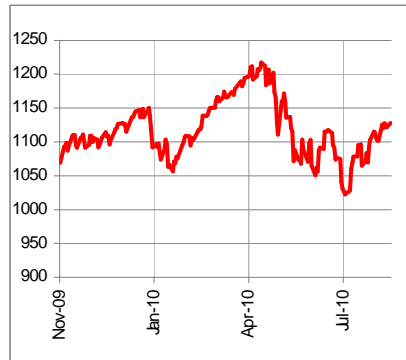
- «ВСМПО-Ависма» в 2010 году планирует увеличить инвестиции в развитие на 25% до \$150 млн. Программа развития предусматривает, что к 2014-2015 гг. компания практически удвоит свои мощности по производству титановой губки, доведя их до 44 тыс. тонн.
- «Интерфакс» сообщает, что «Фосагро» выступил с предложением о слиянии с «Сильвинитом». По сведениям агентства, Минпромторг провел совещания по этому вопросу, однако никаких решений принято не было. Напомним, что ранее были сообщения о том, что контрольный пакет «Сильвинита» могут купить структуры С. Керимова. Заметим, что «Фосагро» закупает у «Сильвинита» хлористый калий для производства комплексных удобрений. Однако в структуре реализации «Сильвинита» поставки на «Фосагро» занимают небольшую часть. Поэтому, на наш взгляд, предложение от «Фосагро» можно рассматривать как попытку защиты «Сильвинита» от объединения с «Уралкалием» (своего рода «белый рыцарь»)
- «Камская долина-Финанс» заплатила еще 1,5 млн. рублей по своим облигациям. В общей сложности в счет погашения 20% номинала облигаций 5-й серии компания выплатила свыше 5,5 млн. рублей. Общий объем обязательств составляет 26 млн. рублей. Вчера арбитражный суд Пермского края должен был рассматривать иск от УК «Арсатера» признать «Камскую долину» банкротом. Чем закончились слушания пока не известно.
- Арбитражный суд признал Ассоциацию «Строительно-промышленный концерн «Уралсибспецстрой» банкротом. Напомним, что иск признать компанию банкротом подал «Пермавтодор». Зимой этого года в отношении «Уралсибспецстроя» была введена процедура наблюдения. По данным управляющего, вероятная рыночная стоимость имущества «Уралсибспецстроя» составит 132,3 млн. руб. при долгах в 148,7 млн. руб.
- «Коммерсант» сегодня пишет, что у торгового центра Star Moll на Революции, 5а появились новые собственники. Ими стали бывший депутат Д. Болквандзе и предпринимательница И. Джебисашвили. Напомним, что мэрия Перми пытается через суд признать это здание самовольной застройки и снести его.

Конъюнктура рынков:

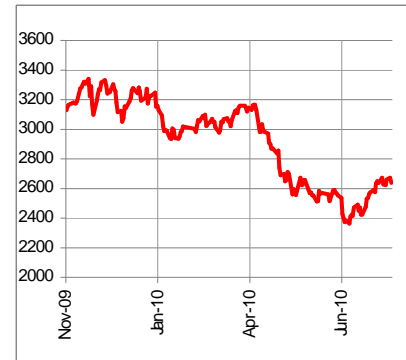
Индекс РТС



Индекс S&P 500



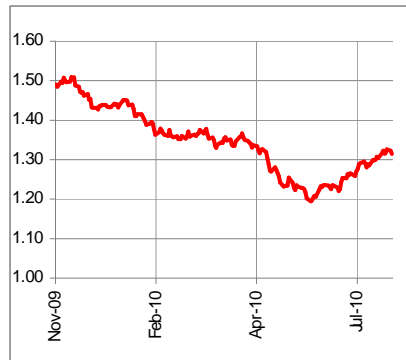
Индекс Shanghai SE Composite



Курс RUB/USD



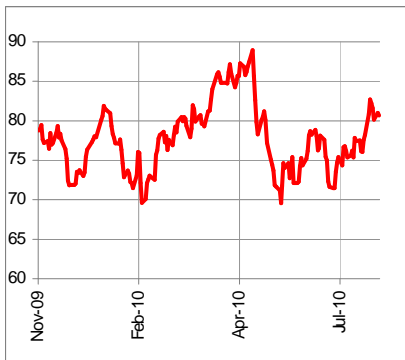
Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Никель, \$/тонна



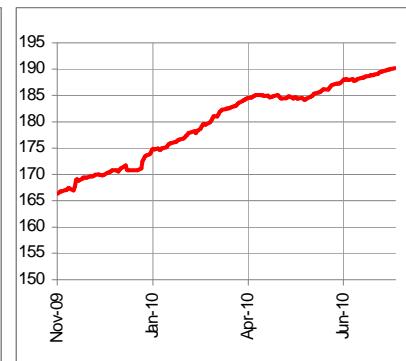
Сталь, \$/тонна



Спрэд дефолта евробл.RF2030



Индекс рублевых облигаций



	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	133 607	1.68	0.31	9.95	0.04	-7.48	5.42	4.69	5.35	4.16	
Новатэк	21 768	0.08	-2.20	0.32	69.72	26.59	26.19	16.41	18.26	11.76	
Роснефть	73 141	1.10	-1.01	10.60	3.11	-17.74	10.69	7.11	6.47	4.97	
ЛУКОЙЛ	48 292	0.50	-1.12	7.11	8.66	0.58	6.68	5.70	3.97	3.66	
Газпром нефть	19 966	0.34	-1.14	6.72	10.59	-22.71	6.63	6.10	5.31	4.62	
Сургутнефтегаз	36 139	0.47	-2.79	9.52	22.99	13.25	10.04	7.10	-	2.80	
ТНК-ВР	31 044	0.00	4.55	3.24	76.92	20.00	6.00	5.02	4.12	3.58	
Татнефть	10 596	0.70	-0.77	1.76	16.71	4.57	6.16	5.90	4.94	4.66	
БАНКИ											
Сбербанк	60 050	0.83	-3.58	7.79	75.05	0.49	77.84	11.93	-	-	
ВТБ	29 186	1.45	0.36	8.83	99.52	20.79	-	19.63	-	-	
ЭНЕРГЕТИКА											
ОГК-1	1 610	-0.18	-2.26	-2.08	66.10	47.15	16.27	14.63	14.39	8.28	
ОГК-2	1 811	1.47	2.40	7.43	111.99	81.24	52.35	30.95	22.52	13.61	
ОГК-3	2 721	0.53	-0.64	-4.34	7.97	17.47	20.03	28.10	10.59	12.45	
ОГК-4	4 956	1.99	-1.87	-2.11	100.77	45.83	28.42	20.17	17.69	13.24	
ОГК-5	3 110	0.04	2.21	7.18	83.79	23.07	30.73	27.03	16.27	12.64	
ОГК-6	1 244	-	-	-	-	-	13.98	234.67	8.36	13.88	
ТГК-9	1 200	-4.17	6.98	5.14	18.71	47.20	9.01	11.59	-	4.67	
Русгидро	14 699	1.61	0.12	6.23	27.59	44.10	15.16	11.48	8.92	6.99	
ИнтерРАО	3 135	-1.43	-4.39	-4.14	79.03	-13.97	-	16.67	-	8.54	
ФСК	14 580	0.00	5.34	5.34	44.90	11.29	-	15.37	-	8.09	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ											
Ростелеком	2 720	1.29	-0.84	2.56	-30.66	-24.54	23.42	19.76	5.28	5.20	
МТС	16 235	0.25	1.25	1.34	35.70	10.35	16.16	12.19	8.08	4.04	
МЕТАЛЛУРГИЯ											
ГМК Норникель	32 886	3.12	1.28	7.82	52.55	22.21	12.65	8.03	7.86	5.29	
НЛМК	19 840	1.40	-0.18	12.32	26.13	8.21	92.26	13.44	15.06	8.36	
ММК	9 937	1.55	2.94	20.20	40.92	6.70	42.83	13.04	11.89	6.68	
Северсталь	12 742	1.84	0.11	20.59	75.97	49.96	-	21.01	19.32	6.87	
Мечел	9 755	0.79	0.16	15.96	114.58	45.11	132.28	10.38	25.17	8.00	
Белон	1 027	0.49	-3.28	5.80	87.95	42.51	39.82	-	15.16	15.27	
Распадская	3 549	0.37	5.20	11.17	52.20	-6.69	30.44	12.82	14.51	7.65	
Полюс золота	8 632	0.08	-2.64	-6.25	6.70	-14.37	26.84	16.18	15.22	9.14	
Полиметалл	5 209	-0.83	-2.83	-2.96	48.75	38.59	54.27	23.10	23.45	14.84	
УДОБРЕНИЯ											
Уралкалий	9 803	1.09	-0.88	17.36	13.15	10.44	34.11	17.73	19.19	12.92	
Сильвинит	5 066	2.33	-0.59	9.28	47.66	-17.75	15.23	10.41	9.22	7.57	
Акрон	1 452	5.47	6.92	16.83	6.95	6.34	6.48	11.10	10.93	7.83	
ПРОЧИЕ											
Аэрофлот	2 313	0.08	1.82	1.49	89.26	18.42	25.93	13.73	8.85	5.94	
Седьмой континент	600	-1.84	-5.29	-5.12	4.54	5.00	16.46	13.92	8.04	6.57	
Магнит	9 187	-0.05	3.43	19.86	126.25	43.45	33.39	25.62	19.45	14.76	
ПИК	1 877	1.16	1.99	2.55	99.63	-7.41	-	-	-	-	
Система Галс	311	1.39	0.79	20.05	175.08	-2.22	-	-	-	-	
ЛСР	2 753	0.56	-0.96	7.52	113.90	52.72	18.52	16.58	7.52	8.13	
МИРОВЫЕ РЫНКИ											
		Абсолютное изменение, %									
	Последнее значение	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года					
Индекс S&P	1 128	0.55	0.17	4.62	11.98	1.14					
Индекс РТС	1 523	0.15	0.35	12.02	42.98	5.42					
USD//EUR	1	-0.59	-0.59	4.46	-6.99	-8.23					
RUB/USD	30	-0.42	-1.09	2.50	6.04	0.00					
RUB/EUR	39	0.17	-0.46	-1.88	14.05	9.04					
Золото, \$ Oz	1 200	-0.03	1.12	-0.88	26.78	9.26					

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.