

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 12 января 2010 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
СевСт-ао	304.5	20.1%
Уркалий-ао	143.4	14.1%
ММК	27.94	11.5%
ГМКНорник	4695	10.9%
Система ао	25.6	8.5%
Роснефть	271.7	7.8%
ОГК-5 ао	2.298	7.1%
ГАЗПРОМ ао	194.5	6.2%
Сурпнфгз-п	15.41	5.5%
Сурпнфгз	28.29	5.4%
РусГидро	1.188	4.7%
Сбербанк	86.69	4.5%
ВТБ ао	0.073	4.5%
Газпрнефть	170.7	4.4%
ФСК ЕЭС ао	0.333	4.4%
Новатэк ао	177.5	4.3%
Сбербанк-п	71.94	4.3%
Трансф ап	24490	3.9%
Татнфт Зап	79.4	3.9%
МТС-ао	228.9	3.6%
ЛУКОЙЛ	1751	3.4%
Ростел -ап	65.96	3.1%
Татнфт Зао	144.2	3.1%
ПолюсЗолот	1634	3.0%
Магнит ао	2220	2.8%
Аэрофлот	54.26	2.5%
УралСВИ-ао	0.802	2.3%
ОГК-3 ао	1.49	2.0%
РБК ИС-ао	42.48	1.9%
Ростел -ао	146	-1.7%

По итогам вчерашнего дня рынок «отмаркировал» уровни, сложившиеся в АДР – они заметно поднялись во время праздников. В итоге индекс РТС показал +7.5%, а индекс ММВБ поднялся на 5.5%. Разница в изменении в ~2% была связана с изменением курса – вчера рубль заметно укрепился и сейчас торгуется на ~29.35 руб./\$.

Рост продолжался и в середине дня, а по итогам сессии отечественный рынок вышел на новые посткризисные максимумы. По итогам роста с конца прошлого года (пусть, однодневного), индекс РТС показывает 8-е место в мире, двигаясь в русле общих тенденций. Можно пытаться обсуждать, что двигает акции. Банальные ссылки на нефть нам не кажутся резонными – на самом деле акции приходят в чувства после неоправданного провала прошлого года.

В связи с началом года ряд инвесткомпаний выпустили «стратегии», в которых непременно указывается на то, что российский рынок слишком дешевый. Агрегированный мультипликатор P/E российских индексов находится в районе 8-10 по ожидаемой прибыли 2010 года (разброс связан с разницей в ожиданиях). Это дешево, если сравнивать, скажем, с Бразилией, где мультипликатор ожидаемой прибыли равен 16.

Справа мы подготовили таблицу, насколько должны вырасти отдельные инструменты, чтобы достичь своих исторических максимумов (цены рублевые, кроме РТС).

Индексу ММВБ остается вырасти «только» на 37%, чтобы оказаться на майских уровнях. Если считать в обратную сторону [$1/(1+37\%)-1=27\%$], окажется, что средний инвестор, купивший акции на максимумах мая 2008 года и дотерпевший до вчерашнего дня, имеет в рублях потери эквивалентные 27%. Это уже не так много, с учетом полученных дивидендов, потери составят около четверти (а если они были реинвестированы в акции, то даже лучше, поскольку неплохие дивиденды успешного 2007 года пришли бы под конец 2008 года, когда котировки были «шоколадные»).

Приведенная таблица, безусловно, не означает, что показанные исторические максимумы были «правильными», т.е. обоснованными фундаментально и что рынок должен к ним прийти. Но таблица показывает насколько велики диспропорции. Так, «Сбербанк» может вырасти только на 28%, а привилегированные акции банка (нет в таблице) только на 13%. «Роснефть» имеет «потенциал» 7%, что намного меньше, чем у «ЛУКОЙЛа» с +54%. Эти диспропорции очень странные, можно сказать, кричащие. Да, «Сбербанк-преф» оказался одной из лучших бумаг в прошлом году, но повторится ли этот успех в текущем? Мы считаем, что навряд ли. Отстающие бумаги, скорее всего, будут догонять. Почему «Роснефть» должна торговаться с мультипликатором ожидаемой прибыли 2010 года 10, а «ЛУКОЙЛ» только 6? Как относиться к тому, что «Сбербанк» торгуется с мультипликатором P/E=16, а «Северсталь» - 5?

В автобиографической книге физика, который стал финансистом Эммануэля Дермана «My Life as a Quant: Reflections on Physics and Finance» есть следующая история (интересующиеся могут прочитать ее на русском, недавно переведена). Общаясь с коллегой в Goldman Sachs Дерман заметил, что трейдеры, работающие на облигациях кажутся ему более интеллектуальными, чем трейдеры, торгующие на акциях. На что коллега ответил, что интеллект не является конкурентным преимуществом в акциях. Мы готовы согласиться с подобным утверждением почти полностью. На рынке акций огромную роль играет случай и причуды рынка. Почему «Сбербанк-преф» стал лучшей бумагой? Вряд ли потому, что был более недооценен, чем рынок. Наиболее вероятно, что спекулятивные трейдеры раздули эту акцию почти до исторических максимумов, играя в

Рынки накануне:



Можно пытаться обсуждать, что двигает акции. Банальные ссылки на нефть нам не кажутся резонными – на самом деле акции приходят в чувства после неоправданного провала прошлого года.

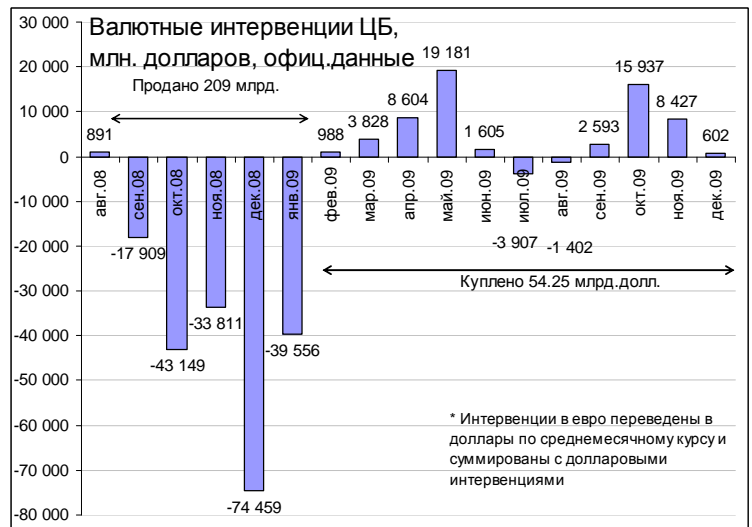
Акция/индекс - "потенциал" прироста если будет достигнут исторический максимум	
ВТБ	97%
Газпром	90%
Индекс ММВБ	37%
Индекс РТС (\$)	59%
ЛУКОЙЛ	54%
Норникель	63%
Сбербанк	28%
Северсталь	117%
Сургутнефтегаз	81%
Транснефть пр	228%
Уралкалий	160%
Уралсвязь	139%

собственный вариант МММ. Теперь давайте представим, что нашелся некий частный инвестор, который сдуру вложил все свои деньги в одну эту бумагу в конце 2008 года. Пренебрегая выгодами диверсификации, просто потому, что она ему понравилась. Тогда прирост его портфеля будет измеряться +700% (т.е. увеличение в 8 раз). Он наверняка обгонит более изощренных управляющих и инвесторов, которые «раскладывали яйца по разным корзинам» и даже, если они выбирали более недооцененные акции. Как относится к подобному успеху?

Конечно, лучше быть умным, чем глупым, но делать «все правильно» на фондовом рынке не означает, что Вы будете первым, по крайней мере, краткосрочно. Фундаментальный анализ вряд ли вообще работает на интервалах меньше года (а возможно, даже больших периодах). В книге Дермана приводится еще одна цитата, сказанная Фишером Блэком (автором формулы оценки опционов Блэка-Шоулза). По его мнению, трейдеров на фондовом рынке следует оценивать не по конечному результату, а по рациональности «историй», на основе которых они делают сделки. И это тоже потому, что причуды рынка могут сделать успешным трейдера, который просто торговал наобум.

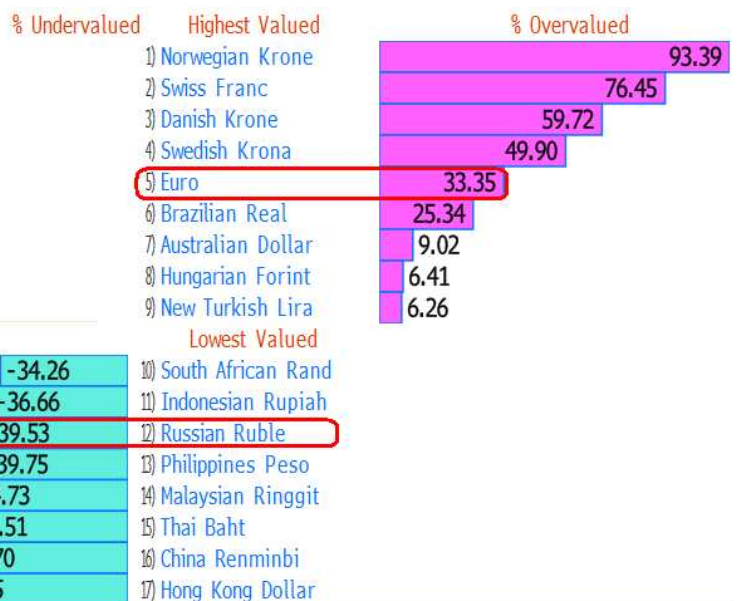
Вкратце:

- Вчера появились сообщения, что в декабре Минфин перевел в ВЭБ \$2 млрд. из Фонда национального благосостояния. Деньги, как указывается, размещены «с целью повышения доходности и диверсификации вложений» по ставке LIBOR+2,75% до 1 июля 2011 г., т.е. сроком на 1.5 года. Эта новость объясняет, почему упали международные резервы ЦБ РФ в последнюю неделю декабря. В течение последнего месяца прошлого года ЦБ РФ минимально присутствовал на валютных торгах, интервенции за декабрь составляли всего \$0.6 млрд.
- Мониторинг Центробанка показал, что средние рублевые ставки по депозитам упали ниже 13% годовых. Мы считаем, что тенденция к снижению ставок по депозитам в этом году сохранится и вполне возможно, что в течение года они достигнут уровней в 8,5-10%.



- Резервный фонд России в декабре 2009 года сократился на 18% до \$60,52 млрд. А размер Фонда национального благосостояния составил \$94,56 млрд. Напомним, что ранее Минфин предупреждал, что при низких ценах на нефть к концу 2010 года Резервный фонд будет полностью исчерпан, так как средства из него предлагается направить на покрытие дефицита бюджета.

- The Economist опубликовал индекс Big Mac. По расчетам журнала, самой переоцененной валютой является норвежская крона, а самой недооцененной – китайский юань. Российский рубль недооценен почти на 40%. Таким образом, курс рубля должен составлять менее 20 рублей за доллар.



- «СУЭК» на этой неделе может определиться с андеррайтерами для IPO на биржах Лондона и Москвы. Напомним, что размещение 25% акций компании запланировано на второе полугодие этого года. По предварительной информации, компания может быть оценена в \$9 млрд.

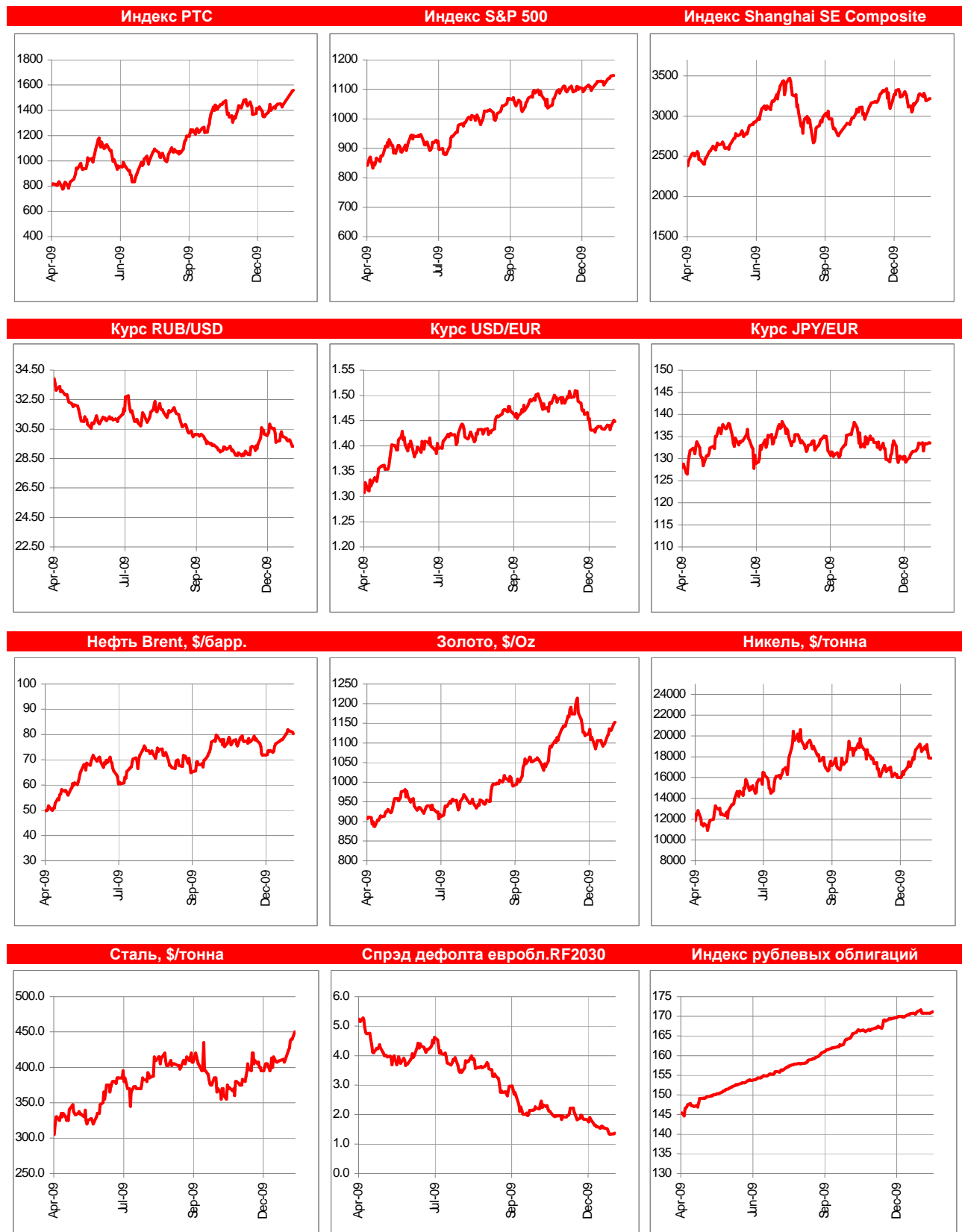
- Вчера появились сообщения о том, что «Ростехнологии» могут передать свои авиаактивы «Аэрофлоту» вместо того, чтобы создавать ему конкурента. Как пишет «Ведомости», государство выкупит 28% акций «Аэрофлота» у Национальной резервной корпорации и передаст их «Ростехнологиям» в обмен на новые активы. При этом существует и другой вариант – создание управляющей компании для этих активов. Пока никаких решений по этому поводу не принято.

- «ФСК» после утверждения новых тарифов сохранила прогноз прибыли в 2010 году в размере 19,35 млрд. рублей. В 2011 году компания рассчитывает получить прибыль в 32,35 млрд. рублей, а в 2012 году – 40,52 млрд. рублей. Напомним, что в декабре ФСТ определила базу инвестированного капитала для расчета RAB и доходности на новый и старый капиталы. По этой методике, рост тарифа в 2010 году составит 51,1%, в 2011 году- 31,2%, в 2012 году – 24,7%. Несмотря на то, что эти цифры оказались ниже ожиданий менеджмента компании, мы считаем бумаги недооцененными и рекомендуем их к покупке.

Местное:

- Группа компаний «Добрыня» планирует в 2010 году расширить розничную сеть, открыв порядка 6 новых магазинов. По словам председателя совета директоров «Добрыни» К. Окунева, новые магазины будут открыты в Перми. Сейчас сеть включает 12 магазинов.
- «Порт Пермь» намерен инвестировать около 20 млн. рублей в строительство новой сортировочной установки, которая позволит перерабатывать 1 млн. тонн песчано-гравийной смеси в год. Отладка установки начнется в этом году с началом навигации, а к августу планируется выход на полную мощность.
- Арбитражный суд края в отношении «Перспективы» ввел процедуру финансового оздоровления. За представленный план оздоровления проголосовало 56% конкурсных кредиторов. Общая сумма кредиторской задолженности превышает 1 млрд. рублей, а в списке кредиторов значатся более 200 физических и юридических лиц.
- «Коммерсант» пишет, что «Пермские авиалинии» намерены в судебном порядке оспорить сделку по продаже летного поля аэропорта Бахаревка, которое состоялось весной 2007 года. Тогда участок был куплен жителем Москвы за 73 млн. рублей, а осенью того же года владельцем участка объявила себя группа «ПИК», которая планировала построить на Бахаревке жилой микрорайон. Как сообщает газета, «Пермские авиалинии» посчитали, что цена сделки значительно занижена, в результате чего предприятию был нанесен финансовый ущерб. По словам представителя «ПИК», компания купила землю на вторичном рынке и не несет ответственности за первоначальную продажу участка.
- «ЛУКОЙЛ-Пермь» планирует в 2010 году увеличить добычу нефти до 12,5 млн. тонн нефти, что на 3% выше показателей 2009 года. В прошлом году добыча составила 12,13 млн. тонн.
- «Сильвинит» в 2010 году поставит российским переработчикам 803 тыс. тонн хлористого калия, что на 5% выше, чем в 2009 году. Цена не уточняется.

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.