

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 12 января 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

| Бумага | Посл. | % |
|---------------|--------|------|
| Сургнфгз | 34.984 | 8.5 |
| ММК | 35.69 | 8.5 |
| СевСт-ао | 554.78 | 6.7 |
| Сургнфгз-п | 16.765 | 6.5 |
| Татнфт ЗАО | 155.89 | 4.8 |
| Транснф ап | 39600 | 4.8 |
| Ростел -ао | 163.15 | 4.8 |
| ЛУКОЙЛ | 1798 | 3.2 |
| ВТБ ао | 0.1041 | 3.1 |
| Роснефть | 225.08 | 2.9 |
| УралСВИ-ао | 1.475 | 2.7 |
| Татнфт Зап | 88.85 | 2.5 |
| Уркалий-ао | 225.5 | 2.5 |
| Ростел -ап | 81.99 | 2.5 |
| Магнит ао | 4168.7 | 2.2 |
| Аэрофлот | 81.51 | 1.9 |
| Газпром нефть | 130.38 | 1.8 |
| ГМКНорНик | 7287 | 1.7 |
| Система ао | 27.55 | 1.1 |
| Сбербанк-п | 75.89 | 1.1 |
| ОГК-5 ао | 2.842 | 0.4 |
| РусГидро | 1.655 | 0.4 |
| ГАЗПРОМ ао | 194.15 | 0.3 |
| МТС-ао | 260.34 | 0.2 |
| ПолюсЗолот | 1923.1 | -0.4 |
| Сбербанк | 103.78 | -0.4 |
| РБК ИС-ао | 53.94 | -0.8 |
| ФСК ЕЭС ао | 0.365 | -1.1 |
| ОГК-3 ао | 1.714 | -1.2 |

По итогам первого торгового дня индекс РТС прибавил 1.8%, индекс ММВБ +1.5%. Движение российских акций выглядело самостоятельным и было очень неровным по составу. Слева приведены изменения: на 7-8% росла вся черная металлургия, неплохо чувствовала себя «нефтянка», а «Газпром» оставался на месте. А такая бумага как РДР «Русала» упали на 5% (российские депозитарные расписки, прошел 6-й торговый день на ММВБ).

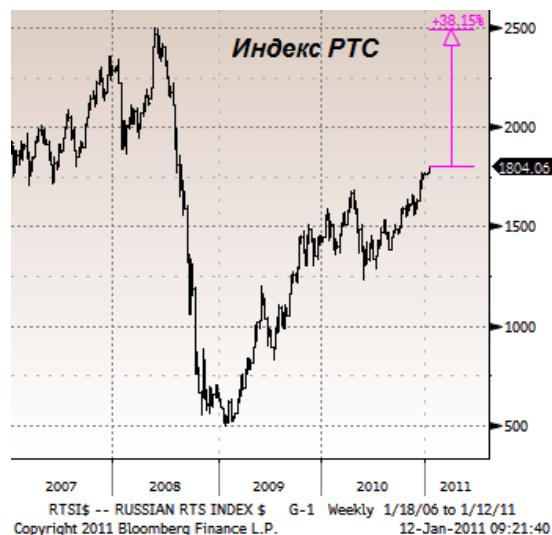
Событием дня можно считать «Сургутнефтегаз», который преодолел максимумы 2007 года. В отличие от большинства бумаг, акции «Сургутнефтегаза» показывали исторические максимумы в 2006-м году. В настоящее время компания стоит \$41.2 млрд. – это обыкновенные акции. И еще \$4.2 млрд. – привилегированные. Совокупная капитализация близка к «Норникелю» и чуть выше «ТНК-ВР», примерно 5-6 позиция по капитализации в России. По итогам 2010 года прибыль ожидается в районе \$4.7 млрд., что дает мультипликатор $p/e_{2010}=9.7$. Что, формально, выглядит дорого, если сравнить с другими нефтяными компаниями, так у «ЛУКОЙЛа» аналогичный мультипликатор 5.7, «Роснефти» - 7.1, «Газпромнефти» - 6.3. Но сравнение по мультипликатору p/e не является корректным.

Мы поясним это на абстрактном примере. Предположим, что у нас есть бизнес, пусть, магазин, профинансированный исключительно из собственного капитала. Бизнес дает прибыль в 40 единиц и его справедливая стоимость равна 200, предполагая $p/e=5$. В примере использована ставка налога на прибыль в 20%.

Теперь мы возьмем этот бизнес и добавим к нему депозит в размере 200, приносящий 5% в год доналоговой прибыли. В итоге, мы должны получить стоимость бизнеса в размере 400 – состоящего из 200 оригинальной стоимости магазина, плюс депозит. Справедливый мультипликатор такой комбинации составит уже 6.5. И это понятно, если посмотреть на «мультипликатор» p/e отдельно стоящего депозита, составляющий «депозит»/«посленалоговые проценты» = $200/(200*5%*(1-20\%))=25$, что будет двигать общий мультипликатор комбинации в более высокую сторону.

В нашем примере мультипликаторы составляют 5 и 8.3 – разница 67%, слишком много чтобы можно было принимать на ее основе решения. Для правильного рассмотрения стоимости бизнеса «Сургутнефтегаза» не следует ориентироваться на мультипликаторы собственного капитала, а следует разделять стоимость денег от стоимости бизнеса. Впрочем, это справедливо для всех бизнесов, мультипликаторы собственного капитала слишком неточны, на них влияют величина долга и стоимость неоперационных (как правило, финансовых) активов. Если мы и рассматриваем p/e , то как «quick and dirty way», способ сделать экспресс оценку, первое приближение.

Рынки накануне:



| Активы | |
|-------------------|-------|
| Магазин | 100 |
| Пассивы | |
| Собтв. капитал | 100 |
| Выручка | 500 |
| Затраты | (450) |
| Налог на прибыль | (10) |
| Прибыль | 40 |
| Стоимость бизнеса | 200 |
| p/e | 5 |

| Активы | |
|-------------------|-------|
| Депозит @ 5% | 200 |
| Магазин | 100 |
| Пассивы | |
| Собтв. капитал | 300 |
| Выручка | 500 |
| Затраты | (450) |
| % получ | 10 |
| Налог на прибыль | (12) |
| Прибыль | 48 |
| Стоимость бизнеса | 400 |
| p/e | 8.3 |

Есть такая шутка, что «Сургутнефтегаз» - это банк, которому довелось еще заниматься нефтяным бизнесом. По итогам 2009 года у компании было чуть больше \$20 млрд. (а в конце 2008 года, на «дне» кризиса капитализация «Сургутнефтегаза» была примерно равна стоимости его финансовых вложений, основной бизнес «шел бесплатно»). По итогам закончившегося 2010 года величина краткосрочных и долгосрочных финансовых вложений должна составить порядка \$23 млрд., примерно половину текущей капитализации. У «Сургутнефтегаза» нет долга, компания добывает 59 млн. тонн нефти в год, порядка 2/3 от «ЛУКОЙЛа». Исходя из рыночной оценки, нефтяная часть бизнеса на рынке стоит \$22 млрд. Тогда баррель годовой добычи «Сургутнефтегаза» оценивается в \$53, а у «ЛУКОЙЛа» в \$80 за баррель. Последний сравнительно стоит на 50% больше. При этом заметим, что мы считаем «ЛУКОЙЛ» недооцененным почти в 2 раза (справедливая - \$99.4, текущая цена акции \$58). С этой точки зрения, у «Сургутнефтегаза» перспективы, потенциально, еще лучше.

Конечно, все наши рассуждения можно критиковать. Непрозрачность «Сургутнефтегаза», отсутствие вменяемой отчетности не позволяют понять какво качество краткосрочных и долгосрочных финансовых вложений. Возможно, инвесторы «дисконтируют» стоимость этих денег, считая, что они не достанутся миноритарным инвесторам, будут распилены менеджментом, предположительно, некими чиновниками, вложены неэффективно и так далее. Ориентируясь на «ЛУКОЙЛ» и цифру в \$80/баррель добычи, можно на коленке прикинуть во сколько «дисконтируют» стоимость инвесторы. Оказывается, что \$23 они оценивают в примерно \$10 млрд., то есть списывают 56% этих финансовых вложений. Можно спорить является ли эта цифра избыточно большой или недостаточной.

Мы полагаем, что акции «Сургутнефтегаза» представляют собой интересную ставку на сценарий «обеления» компании в некоторой обозримой перспективе. Мы уже не говорим о возможных казначейских акциях и кольцевую схему, которая, похоже, распалась (иначе бы у «Сургутнефтегаза» можно было бы насчитать фантастические потенциалы роста). В итоге у казначейских акций должен найтись конечный инвестор, который захочет получить на них полную стоимость, как это уже случилось однажды с «ЮКОСом» (не самый удачный пример) или «Уралкалием» (тоже спорный) и даже «Сильвинитом». Традиции «мутной воды» образца 90-х годов можно считать временным явлением.

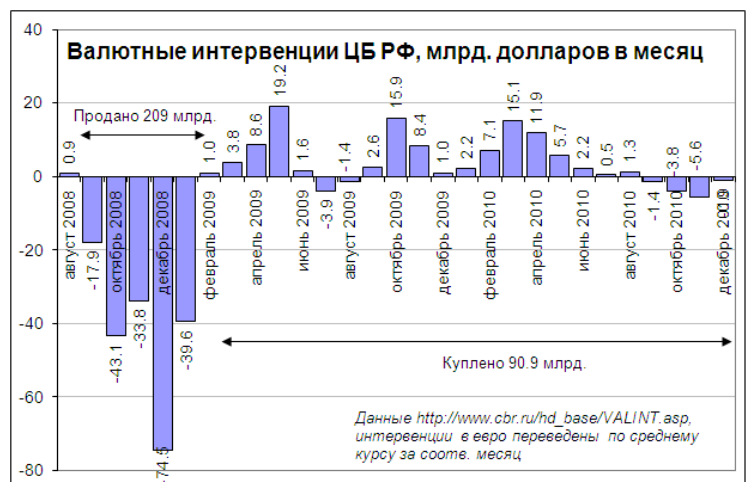
Другое дело, что игра в «Сургутнефтегаз» является долгосрочной, изменения отношений менеджмента, мажоритариев с миноритариями если и произойдут, то вряд ли в ближайшие месяцы. Поэтому «Сургутнефтегаз» вряд ли интересует краткосрочных игроков и его могут позволить себе инвесторы с горизонтами, измеряемыми годами. А таких, как мы предполагаем, на рынке не так и много.

Вполне возможно, что вчерашний рост этой акции был вызван локальными заказами на приобретение от подобных инвесторов. Это разовая покупка, которая, возможно, будет еще некоторое время поддерживать спекулятивный ажиотаж, но все равно, «Сургутнефтегаз» перейдет в традиционное состояние спячки с периодическими пробуждениями. Подобные скачки, увы, угадать невозможно.



Новости вкратце:

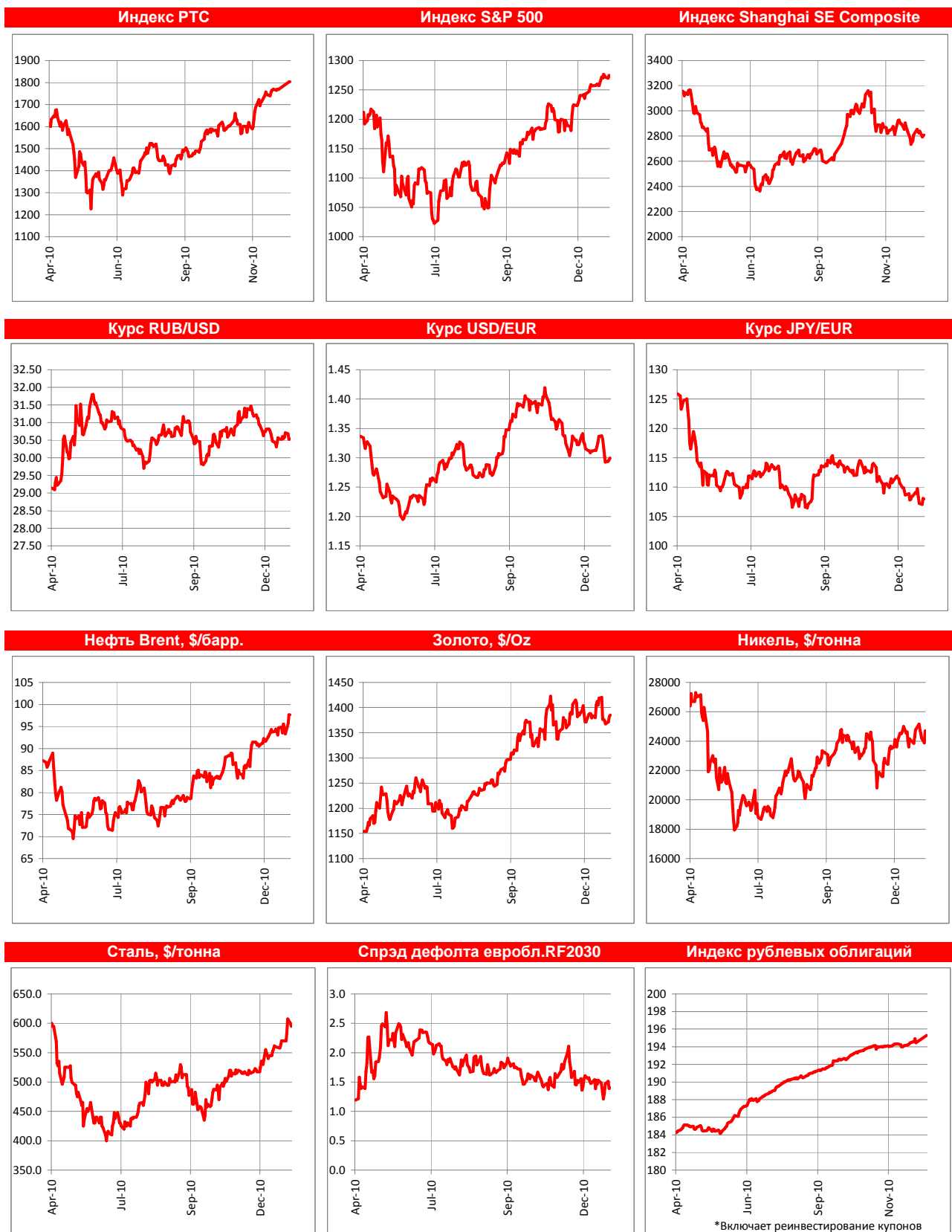
- Центробанк сообщил, что в декабре 2010 года было продано долларов на \$720,3 млн., а евро – на €167 млн. Если сравнивать с ноябрем, объем интервенций сократился почти в 6 раз до \$0,9 млрд. Так как объемы интервенций не превысили установленный объем, границы плавающего коридора бивалютной корзины не сдвигались. Относительно дальнейших интервенций, А. Улюкаев заявил, что Центробанк в дальнейшем продолжит двигаться к либерализации курса рубля и уменьшать объемы интервенций.
- «Газпром» по итогам 2010 года увеличил добычу газа на 10% до 508,6 млрд. куб. метров. По прогнозам главы концерна А. Миллера, если темпы роста российской экономики сохранятся, то к концу 2011 года объемы добычи «Газпрома» достигнут докризисных значений (пик добычи 556 млрд. куб. метров). В целом добыча газа в России в прошлом году выросла на 11,6% до 650 млрд. куб. метров, достигнув докризисных уровней.
- Центробанк с начала года перестал контролировать ставку по рублевым депозитам, которую устанавливают банки. Напомним, что такая мера была введена в период кризиса, чтобы не дать банкам возможность привлекать дорогие ресурсы от населения, так как это угрожало устойчивости банковской системы и системы страхования вкладов. Мы полагаем, что некоторые банки, преимущественно второй руки, повысят ставки по депозитам, чтобы улучшить ситуацию с ликвидностью. Крупным банкам проще: несмотря на ставки, которые ниже инфляции, объем депозитов продолжает расти.
- «РБК Daily» пишет, что из-за наводнений в Австралии выросли цены на уголь. За последнюю неделю стоимость коксующегося угля выросла на 6,9% до \$265 за тонну. Австралийские компании уже предупредили своих потребителей о проблемах с поставками. Эта страна является крупнейшим экспортером угля, поэтому сокращение объемов производства угля скажется и в других регионах. Коксующийся уголь используется в металлургии, поэтому не исключено, что вслед за углем может вырасти и стоимость стали. Однако российским угольщикам, возможно, не удастся получить выгоды от роста мировых цен на уголь. Вчера МВД с подачи ФАС возбудила уголовное дело в отношении «СУЭК», «Русский уголь» и «Стройсервис» за картельный сговор на рынке энергетического угля. Участники рынка оценивают это дело как «публичная порка» угольщиков и сравнивают это с нефтяниками, которые были оштрафованы за завышение цен на бензин. Мы полагаем, что в случае с угольными компаниями дело приведет к тому, что им придется ограничить темпы роста цен на уголь.



Местное:

- Инвестпрограмма «Камской ГЭС» в 2010 году составила 600 млн. рублей. По словам главы компании, в прошлом году были модернизированы главные трансформаторные станции. Также ГЭС запустила систему автоматического мониторинга гидротехнических сооружений, что позволит повысить надежность станций. К 2015 году ГЭС планирует завершить модернизацию турбин, что позволит увеличить установленную мощность на 5,7% до 552 МВт.
- ОАО «Пермские моторы» продает свою «дочку» - ОАО «Управление-ПМ», которое занимается консультированием по вопросам коммерческой деятельности и управления. Начальная цена составляет 84,9 млн. рублей. Интересно, что балансовая стоимость актива составляет почти 42% стоимости «Пермских моторов». Компания будет продана на торгах, дата которого пока не уточняется.
- Антимонопольщики оштрафовали «Юникор», который входит в ГК «РИАЛ» Ю. Борисовца, на 300 тыс. рублей. Как объясняет решение глава Пермского УФАС, «Юникор» при покупке доли в ООО «УСК «Австром» не получило предварительного согласия антимонопольщиков на эту сделку.

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 | 150 508 | 0.24 | -0.68 | 0.68 | 1.22 | 0.24 | 6.11 | 5.35 | 5.84 | 4.65 |
| Новатэк | 32 638 | -2.27 | 1.11 | 8.70 | 87.97 | -2.27 | 39.63 | 25.03 | 27.69 | 17.57 |
| Роснефть | 78 145 | 2.92 | 2.50 | 1.66 | -15.53 | 2.92 | 11.43 | 7.72 | 6.81 | 5.17 |
| ЛУКОЙЛ | 50 073 | 3.76 | 2.55 | 1.54 | 4.54 | 3.76 | 7.14 | 5.87 | 4.09 | 3.73 |
| Газпром нефть | 20 264 | 1.72 | 1.58 | -1.17 | -23.05 | 1.72 | 6.73 | 6.19 | 5.31 | 4.53 |
| Сургутнефтегаз | 40 998 | 8.65 | 13.17 | 16.29 | 27.17 | 8.65 | 11.16 | 8.97 | - | 3.18 |
| ТНК-ВР | 41 992 | 2.94 | 2.94 | 3.70 | 56.42 | 2.94 | 8.11 | 6.64 | 5.28 | 4.44 |
| Татнефть | 11 118 | 6.49 | 5.13 | 4.97 | 8.80 | 6.49 | 6.47 | 6.67 | 5.09 | 4.94 |
| БАНКИ | | | | | | | | | | |
| Сбербанк | 73 423 | -0.51 | -2.22 | -0.99 | 22.02 | -0.51 | 95.17 | 14.97 | - | - |
| ВТБ | 35 671 | 3.27 | 1.76 | 2.75 | 42.97 | 3.26 | - | 21.62 | - | - |
| ЭНЕРГЕТИКА | | | | | | | | | | |
| ОГК-1 | 2 654 | 2.06 | 2.91 | 9.17 | 67.30 | 2.06 | 26.83 | 28.26 | 19.55 | 12.56 |
| ОГК-2 | 1 930 | 0.33 | -2.23 | 0.00 | 89.67 | 0.33 | 55.79 | 24.39 | 23.64 | 13.57 |
| ОГК-3 | 2 660 | 0.00 | -2.90 | 2.58 | 14.92 | 0.00 | 19.58 | 56.63 | 10.75 | 22.90 |
| ОГК-4 | 6 157 | 1.15 | -1.68 | -3.18 | 76.29 | 1.15 | 35.30 | 21.47 | 21.83 | 14.02 |
| ОГК-5 | 3 293 | 1.10 | -0.14 | -0.11 | 23.35 | 1.10 | 32.53 | 25.15 | 16.92 | 12.28 |
| ОГК-6 | 1 515 | -0.56 | -0.35 | 7.43 | 91.70 | -0.56 | 19.61 | 35.72 | 11.91 | 13.92 |
| ТГК-9 | 1 258 | 2.08 | 0.00 | -2.00 | 53.73 | 1.82 | 10.01 | 9.05 | 7.27 | 4.49 |
| Русгидро | 15 651 | 0.55 | 0.73 | 2.03 | 39.43 | 0.55 | 16.14 | 12.18 | 9.45 | 7.65 |
| ИнтерРАО | 4 587 | 1.04 | 0.00 | 0.83 | -3.56 | 1.10 | - | 34.15 | - | 13.20 |
| ФСК | 14 709 | -0.82 | 0.83 | 1.11 | 8.01 | -0.82 | - | 17.02 | - | 8.10 |
| ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ | | | | | | | | | | |
| Ростелеком | 3 896 | 4.15 | 12.96 | 10.92 | 12.86 | 4.15 | 33.54 | 31.63 | 8.20 | 8.36 |
| МТС | 17 007 | 0.22 | 0.40 | 2.51 | 15.03 | 0.22 | 16.93 | 11.76 | - | - |
| МЕТАЛЛУРГИЯ | | | | | | | | | | |
| ГМК Норникель | 45 502 | 1.64 | 6.78 | 8.91 | 56.95 | 1.64 | 17.50 | 9.27 | 10.65 | 6.54 |
| НЛМК | 28 603 | 0.71 | 6.06 | 6.73 | 47.73 | 0.71 | 133.00 | 22.73 | 21.31 | 12.72 |
| ММК | 13 019 | 7.93 | 8.92 | 4.74 | 30.58 | 7.93 | 56.12 | 25.42 | 15.43 | 9.47 |
| Северсталь | 18 222 | 6.53 | 7.50 | 7.71 | 82.84 | 6.53 | - | 125.75 | 25.09 | 8.92 |
| Мечел | 12 940 | 7.47 | 8.94 | 15.11 | 82.98 | 7.47 | 175.48 | 20.54 | 30.02 | 10.55 |
| Белон | 947 | 2.03 | -0.20 | -2.10 | 15.95 | 2.03 | 36.74 | 8.51 | 14.44 | 5.28 |
| Распадская | 5 890 | 7.26 | 10.23 | 16.25 | 44.87 | 7.26 | 50.51 | 21.68 | 23.69 | 13.92 |
| Полюс золото | 11 996 | 0.14 | 2.03 | 4.79 | 18.08 | 0.14 | 37.30 | 24.34 | 22.11 | 14.68 |
| Полиметалл | 7 198 | -2.88 | -2.47 | -2.33 | 87.01 | -2.88 | 74.99 | 40.10 | 31.87 | 23.94 |
| УДОБРЕНИЯ | | | | | | | | | | |
| Уралкалий | 15 704 | 2.91 | 5.94 | 9.16 | 57.02 | 2.91 | 54.64 | 26.55 | 30.80 | 19.34 |
| Сильвинит | 7 230 | 2.39 | 3.03 | 4.39 | 17.51 | 2.39 | 21.74 | 13.79 | 12.69 | 10.04 |
| Акрон | 1 873 | 5.58 | 8.71 | 20.19 | 32.45 | 5.58 | 8.36 | 10.97 | 12.94 | 8.38 |
| ПРОЧИЕ | | | | | | | | | | |
| Аэрофлот | 2 965 | 2.19 | 1.85 | 0.98 | 50.45 | 2.19 | 33.24 | 16.30 | 10.41 | 7.27 |
| Седьмой континент | 604 | -0.12 | -1.25 | -1.52 | -5.49 | -0.12 | 16.56 | 13.60 | 7.24 | 6.64 |
| Магнит | 12 175 | 2.85 | 3.00 | 0.99 | 89.10 | 2.85 | 44.25 | 35.96 | 25.99 | 20.19 |
| ПИК | 2 074 | 4.55 | -1.31 | 2.73 | 0.05 | 4.55 | - | 2.76 | - | - |
| Система Галс | 386 | 3.24 | 7.69 | 10.71 | 16.84 | 3.24 | - | - | - | - |
| ЛСР | 3 657 | 5.70 | 6.74 | 7.28 | 81.90 | 5.70 | 24.61 | 27.65 | 9.72 | 12.06 |
| МИРОВЫЕ РЫНКИ | | | | | | | | | | |
| | Последнее значение | Абсолютное изменение, % | | | | С начала года | | | | |
| Индекс S&P | 1274.5 | 0.37 | 0.34 | 2.75 | 12.17 | 1.34 | | | | |
| Индекс РТС | 1804.1 | 0.13 | 2.25 | 5.32 | 17.47 | 1.91 | | | | |
| USD/EUR | 1.2 998 | 0.22 | -1.40 | -2.87 | -10.40 | -2.75 | | | | |
| RUB/USD | 30.53 | -0.01 | 0.06 | 0.71 | -3.32 | 0.03 | | | | |
| RUB/EUR | 39.61 | -0.08 | 1.68 | 3.85 | 8.06 | 3.05 | | | | |
| Золото, \$ Oz | 1385.05 | 0.20 | 0.61 | 0.01 | 21.73 | -2.38 | | | | |

МИРОВЫЕ РЫНКИ

| | | | | | | |
|---------------|-----------------------|-------------------------|-------|-------|--------|------------------|
| | Последнее значение | Абсолютное изменение, % | | | | С начала года |
| Индекс S&P | 1274.5 | 0.37 | 0.34 | 2.75 | 12.17 | 1.34 |
| Индекс РТС | 1804.1 | 0.13 | 2.25 | 5.32 | 17.47 | 1.91 |
| USD/EUR | 1.2 998 | 0.22 | -1.40 | -2.87 | -10.40 | -2.75 |
| RUB/USD | 30.53 | -0.01 | 0.06 | 0.71 | -3.32 | 0.03 |
| RUB/EUR | 39.61 | -0.08 | 1.68 | 3.85 | 8.06 | 3.05 |
| Золото, \$ Oz | 1385.05 | 0.20 | 0.61 | 0.01 | 21.73 | -2.38 |

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.