

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 13 января 2011 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Ростел -ао	178.1	9.1
ВТБ ао	0.109	5.0
Магнит ао	4365	4.7
Ростел -ап	85.8	4.7
УралСвиI-ао	1.542	4.5
ЛУКОЙЛ	1866	3.8
Роснефть	233.6	3.8
ГАЗПРОМ ао	200.6	3.3
Газпрнефть	134.7	3.3
Сургнфгз	36.13	3.3
Транснф ап	40869	3.2
Сбербанк	107.1	3.2
РусГидро	1.705	3.0
ФСК ЕЭС ао	0.376	3.0
ГМКНорник	7499	2.9
СевСт-ао	569.1	2.6
Новатэк ао	335.8	2.4
Сургнфгз-п	17.1	2.0
Система ао	28.05	1.8
Сбербанк-п	77.1	1.6
ММК	36.1	1.2
Татнфт Зао	157.6	1.1
Татнфт Зап	89.29	0.5
ПолусЗолот	1927	0.2
ОГК-3 ао	1.715	0.1
МТС-ао	260.5	0.1
Аэрофлот	81.55	0.1
ОГК-5 ао	2.821	-0.7
РБК ИС-ао	52.95	-1.8

На рынке второй день продолжается бодрое движение. Индекс ММВБ показал +2.6%, РТС +3.7%, разбег объясняется курсом рубля, который укрепился сейчас до 30.16 руб./\$. Среди более-менее ликвидных развивающихся рынков РТС лидирует по итогам роста с начала года (8-е место в мире, РТС +6%). Это немногим меньше, чем показали суверенные индексы менее значимых стран: Монголии (+8.4%), Румыния (+7.8%), Украины (+7.7%).



Если смотреть на рублевый индекс ММВБ, то ему осталось всего 12% до исторических максимумов. В этом отношении кризис заканчивается. Долларовому индексу РТС осталось расти до отметки 2500 «всего» 33%. После кризиса подобные потенциалы показались бы непривлекательными, но нужно привыкать к тому, что кризис закончился и рынки возвращаются к нормальному функционированию. Возможность «купить акции дешево», как это было в 2009-м, представится еще не скоро, поэтому нужно выбирать – либо ориентироваться на то, что предлагает рынок, либо ждать следующего кризиса какой-нибудь десяток лет.

Можно вспомнить рассуждения последних месяцев. Кто-то называл российский рынок мая 2008 года пузырем, к примеру, это был ректор АНХ при правительстве РФ Владимир Мау. В его примитивной логике быстрый рост и последующее быстрое падение в форме перевернутой буквы «V» являются достаточными признаками для распознавания пузыря. Мы не разделяли и не разделяем такую позицию, даже на уровнях РТС 2500 акции не казались нам слишком дорогими (скорее, примерно адекватными, в

среднем). В противоположность, мы считаем провал второй половины 2008 года «обратным пузырем» - неоправданно глубоким падением стоимости акций, вызванным крушением кредитных схем, общей неопределенностью на рынках, иррациональными страхами и неуверенностью. Акции не должны восстанавливаться слишком быстро после пузыря, не так ли? Если уровни были неоправданно завышенными, инвесторы не захотят снова «надуть пузырь»?

Мы видим уверенный рост на протяжении последних 2 лет, приблизительно в форме той же буквы V. Стоимость российских акций на «дне» была неоправданно низкой, вчера мы писали, что «Сургутнефтегаз» имел капитализацию менее величины своих денег, тогда как компания ОГК-3 торговалась по 30 копеек за рубль наличных и финансовых вложений, основной бизнес шел «бесплатно» в нагрузку (отчасти дисконт был оправдан, часть финансовых вложений ОГК-3 была «обнулена» В.Потаниным, который слил банкротства «Россия-петролиум» и PlugPower).

В 1934 году Бенжамин Грэм, основатель профессии «фондовый аналитик» и фундаментального анализа, предложил образ безумного Мистера Рынка, который страдает постоянной переменой настроений. В одно время он предлагает акции по высокой цене, в другое – по очень низкой. И угадать его настроение невозможно. Но что странно, в среднем, на больших промежутках времени, Мистер Рынок дает примерно правильную цену акциям. Остается определить что такое «правильная» цена и использовать это. В США можно смотреть на исторические средние цены акции, скажем, считать средний мультипликатор р/е, либо какой-то другой. В России история акций настолько сложна, запутанна, что ее можно считать «неправильной».

Когда мы пытаемся считать справедливые цены, мы ориентируется в большей мере на другие рынки, калибруем наши модели по данным тех стран, которые давно торгуются. Это сразу делает оценку не очень точным занятием. Тем не менее, она позволяет отличить метр от километра. Когда акции падают в 5 раз за 5 месяцев, как это было в 2008-м, мы можем сказать на каком конце этой траектории котировки, наиболее вероятно, являются

неправильными. Но кроме того остается проблема безумного Мистера Рынка, который может долго сохранять уныние или избыточный оптимизм, давая цены акциям. Поэтому если кто-то пытается ориентироваться на «фундаментальную стоимость», он должен заранее рассчитывать на годы ожидания, пять лет это примерно правильный срок, больше – лучше. Мы понимаем, что на рынке не так много людей, готовых играть в настолько долгую игру. Управляющие оцениваются поквартально, помесечно и даже по понедельно. Это и является причиной того, что Мистер Рынок дает настолько неправильные цены. Инвесторы ориентируются на быструю игру, их интересует тренд, движения определяет стадность.

Осенью 2008-года многие инвесторы продавали (и не покупали) акции потому, что считали это рискованным занятием, выжидали ситуации когда «экономика начнет расти». Сейчас экономика растет, те кто ждал этого явления покупают акции слишком поздно, попусту самую сладкую фазу восстановления. Мы считаем, что покупка акций и сейчас является оправданной, однако не всех. Мы особенно выделяем акции нефтегаза, как фундаментально недооцененные, отстающие от остального рынка и способные показать опережающий рост в 2011 году. Мы ожидаем, что 2011 год станет «годом «Газпрома», но также и «годом нефтегаза» в целом.

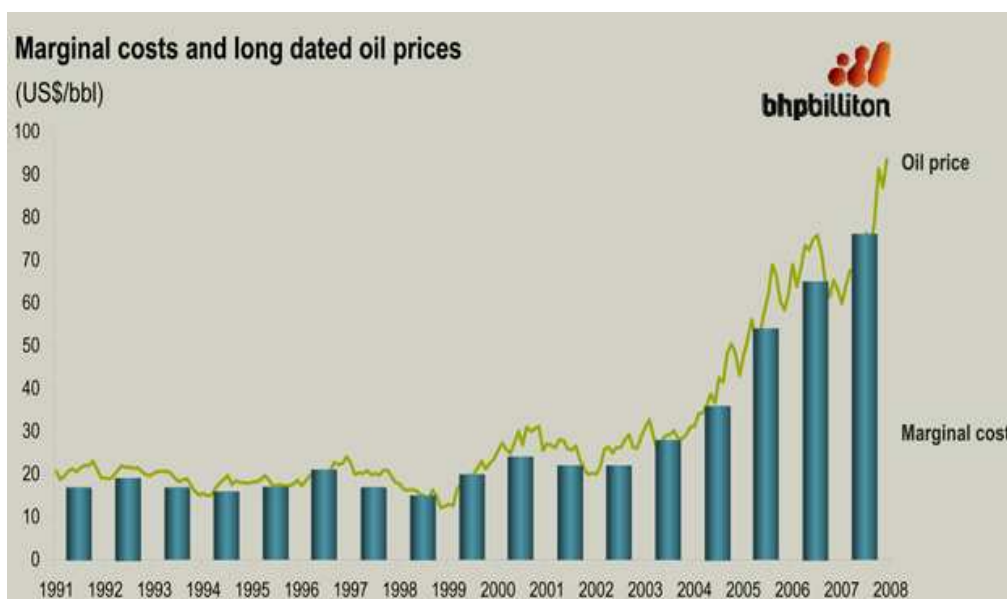
Причину оптимизма российских акций последних пары дней как раз можно искать в нефти. Названные выше страны-лидеры - Монголия или Украина - точно не являются нефтяными, скорее, наоборот. Рассуждая формально, следовало бы признать, что от роста цены нефти Украина проигрывает и должна падать, не так ли? Ближайший фьючерс на Brent в Лондоне \$98.3/баррель, аналогичный на light sweet в США \$91.9/баррель. Это очень близко к круглой отметке 100.

Мы крайне оптимистичны в отношении нефти, не ожидая существенного провала котировок. Даже в ходе кризиса котировки устойчиво не опускались ниже \$60 (краткосрочный провал до \$40 не в счет). Уровни выше \$100, тем не менее, вряд ли будут устойчивыми также.

Справа мы приводим график из презентации ВНР Billiton (от 7 мая 2008). На ней сравнивается траектория нефти и маржинальных издержек. Последние означают стоимость нефти, при которой новые проекты в нефтедобыче являются рентабельными, имеющими положительную «чистую приведенную стоимость» (NPV). Если цены на нефть будут ниже маржинальных издержек, то инвестиции в такие проекты будут убыточными для компаний, «разрушающими стоимость».

Компания ВНР Billiton является широко диверсифицированным холдингом, в том числе добывающим нефть (порядка 0.2 млн. барр. в день). Она постоянно ищет новые проекты по развитию и приведенный график примерно отражает проекты, которые были доступны ей на тот или иной день.

В мире достаточно нефти, но она в большей мере принадлежит национальным нефтяным компаниям (NOC), таким как Aramco (Саудовская Аравия), National Iranian OC (Иран), Kuwait Petroleum Corp, PDV (Венесуэла), Iran NOC, Pemex (Мексика), Petrobras (Бразилия). Также это отечественные «Газпром» и «Роснефть», которым государство отдает потенциальные участки по нефтедобыче. Развитие NOC в большей мере определяется политикой, и доступ к национальным недрам большинства стран ограничен. Там могла бы добываться дешевая нефть, способная насытить рынок по менее низким ценам, но по разным причинам, ее добыча ограничена. Самый яркий пример – ОПЕК, у участников которого есть свое представление о «справедливой цене» нефти, которое вряд ли находится на уровнях в районе \$20 за баррель. ОПЕК, как любой картель, старается максимизировать свою ренту. Независимые, частные производители получают менее привлекательные участки, и цены на нефть должны давать им достаточный стимул, «морковку», чтобы разрабатывать менее привлекательные участки. И для них рентабельными являются цены от \$60-70 за баррель. Это и есть маржинальные издержки, которые не позволяют нефти упасть. В этом отношении будущее России, рубль, котировок акций выглядят не так и плохо. Мы остаемся оптимистами.



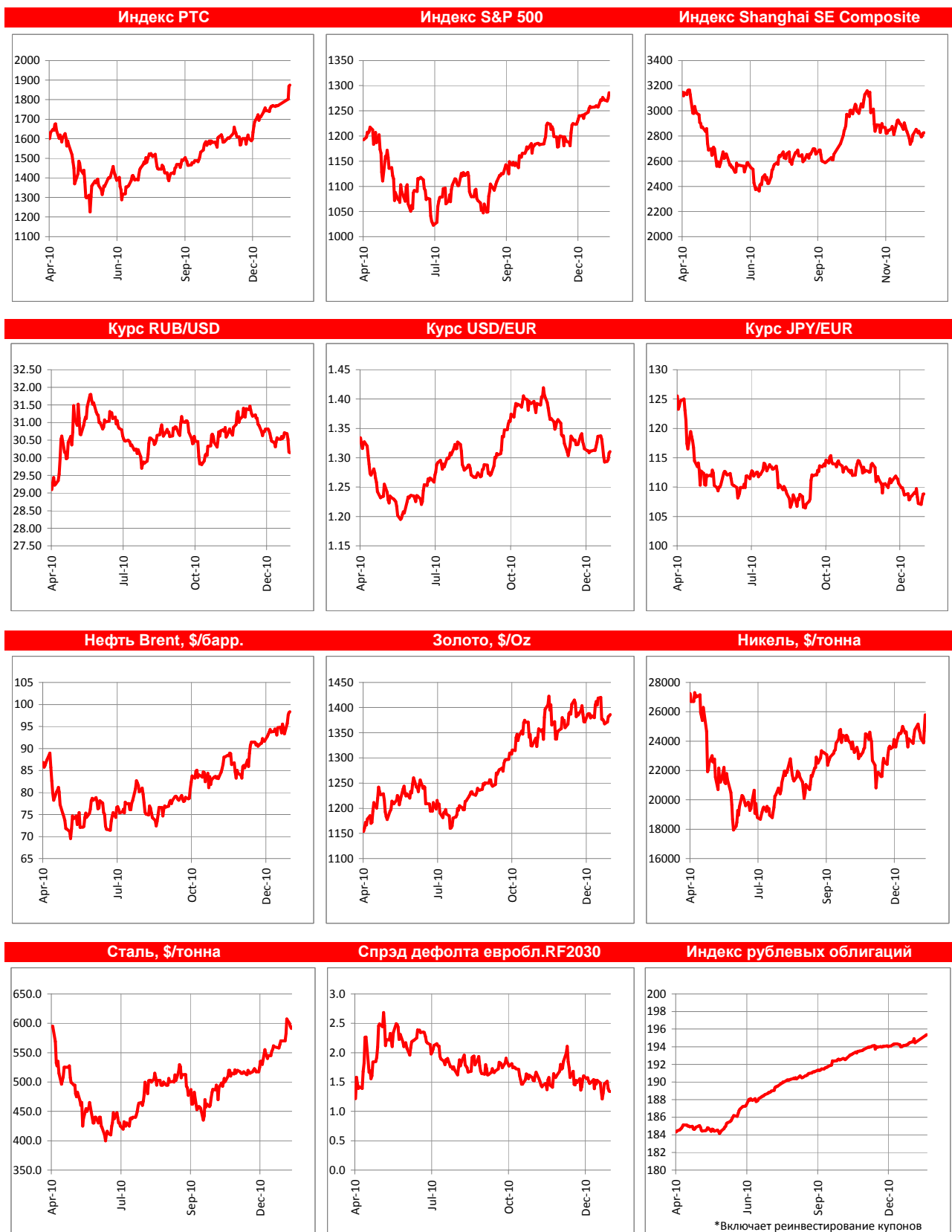
Новости вкратце:

- В. Путин сообщил, что по предварительным расчетам в 2010 году российская экономика выросла на 3,8%, что совпало с прогнозами Минэкономразвития, которые были уточнены в декабре. Заметим, что еще в середине 2010 года это ведомство прогнозировало куда большие темпы роста ВВП.
- «Интерфакс» сообщает, что «Челябинский трубопрокатный завод» проводит предварительные встречи с инвесторами в рамках подготовки к IPO. Как пишет агентство, сейчас компания проводит встречи потенциальных инвесторов с аналитиками инвестбанков – организаторов IPO. Напомним, что в ходе допэмиссии компания планирует увеличить уставный капитал в два раза. До 25% акций нового выпуска могут быть размещены за рубежом – разрешение ФСФР на это уже получено.
- ФАС проверит «Северсталь» на предмет завышения цен на сталь. Поводом для проверки стало обращение «АвтоВАЗа», который пожаловался на завышенную стоимость листовой стали. По словам представителя ФАС, расследование по этому вопросу будет проведено быстро – об этом в конце прошлого года попросил В. Путин. «Северсталь» является монопольным производителем нескольких видов металлопроката для автопрома, поэтому претензии ФАС и, возможно, последующие санкции в отношении «Северстали», не скажутся на деятельности остальных компаний этого сектора.
- Центробанк сообщил, что в 2010 году реальный эффективный курс рубля к иностранным валютам вырос на 7,1%. Таким образом, российский рубль продолжает укрепляться в реальном выражении. Мы полагаем, что тенденция реального укрепления рубля сохранится.
- Сегодня в СМИ активно обсуждается новость о хищении 0,6% акций «Сильвинита» у главы «Международной калийной компании» А. Ломакина. Выяснилось, что летом бумаги были списаны с его счета у регистратора по поддельным документам. Пропажа была обнаружена осенью 2010 года при получении документов на общее собрание акционеров. По этому факту было возбуждено уголовное дело. Сейчас А. Ломакин пытается через суд возместить понесенный ущерб в размере 1,285 млрд. рублей. Эта сумма рассчитана исходя из средней стоимости бумаг с июня по ноябрь 2010 года. Сейчас рыночная стоимость этого пакета составляет 1,67 млрд. Однако суды в Москве и Перми по непонятным причинам отказались принимать иски. Скорее всего, ущерб от хищения будет выплачивать регистратор, который для таких случаев страхует свою ответственность.
- Сегодня состоятся заседания ЕЦБ и Банка Англии, посвященные учетным ставкам. Ожидается, что регуляторы сохранят базовые ставки на уровне 1 и 0,5% соответственно.

Местное:

- ММВБ допустила к торгам трехлетние биржевые облигации «Уралкалия» общей стоимостью 50 млрд. рублей. Напомним, что средства, привлеченные от эмиссии, преимущественно будут направлены на покупку 20% «Сильвинита».
- «ВСМПО-Ависма» в этом году намерена направить \$250 млн. на развитие производства. Всего до 2015 года компания намерена инвестировать порядка \$500 млн., из которых \$100-150 пойдут в проект «Титановая долина». Глава компании М. Воеводин сообщил, что по итогам 2010 года прибыль компании может вырасти в 3,5 раза до 600 млн. рублей (P/E=72, но до кризиса компания зарабатывала гораздо больше). В 2011 году финансовые показатели «Ависмы» могут быть лучше: компания планирует рост производства по сравнению с 2010 годом минимум на 20%.

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	157 392	3.27	2.85	2.46	5.91	3.52	6.38	5.61	6.01	4.78
Новатэк	33 802	2.28	3.42	12.87	89.54	-0.05	41.04	25.92	28.63	18.16
Роснефть	82 161	3.83	6.93	4.73	-12.78	6.86	12.01	8.10	7.10	5.38
ЛУКОЙЛ	52 679	3.90	7.59	5.99	9.32	7.80	7.51	6.17	4.26	3.89
Газпром нефть	21 161	3.13	5.72	1.79	-19.08	4.90	7.02	6.45	5.49	4.67
Сургутнефтегаз	42 796	3.09	17.06	19.67	30.14	12.00	11.65	9.54	-	3.46
ТНК-ВР	43 491	3.57	6.62	4.32	58.90	6.62	8.40	6.86	5.46	4.58
Татнефть	11 395	1.21	7.16	7.00	9.79	7.79	6.63	6.76	5.20	4.97
БАНКИ										
Сбербанк	76 675	3.13	1.84	-0.32	23.61	2.61	99.39	15.63	-	-
ВТБ	37 856	4.80	7.59	6.44	47.06	8.22	-	22.94	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	2 694	0.24	4.11	8.29	68.16	2.31	27.23	28.69	19.81	12.73
ОГК-2	1 961	0.33	-0.33	0.33	88.32	0.67	56.68	24.78	23.94	13.74
ОГК-3	2 698	0.18	0.00	2.70	14.43	0.18	19.86	57.44	11.05	23.53
ОГК-4	6 253	0.30	1.18	-3.08	75.78	1.46	35.85	21.80	22.18	14.25
ОГК-5	3 316	-0.56	1.73	0.00	20.26	0.53	32.75	25.33	17.02	12.35
ОГК-6	1 541	0.49	0.00	7.47	94.99	-0.07	19.95	36.34	12.06	14.10
ТГК-9	1 222	-4.08	-2.08	-3.59	47.45	-2.34	9.72	8.79	7.05	4.35
Русгидро	16 337	3.08	4.66	4.28	38.14	3.65	16.85	12.72	9.87	7.99
ИнтерРАО	4 702	1.24	-0.41	0.38	-1.26	2.35	-	35.01	-	13.48
ФСК	15 467	3.85	5.00	4.42	8.62	3.00	-	17.90	-	8.48
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	4 329	9.73	24.26	23.20	24.19	14.28	37.27	35.14	9.30	9.48
МТС	17 220	-0.01	0.82	2.53	15.49	0.22	17.14	11.90	-	-
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	47 417	2.91	10.94	13.12	60.62	4.59	18.24	9.63	11.08	6.79
НЛМК	28 929	-0.12	7.43	8.85	44.93	0.59	134.52	22.99	21.54	12.86
ММК	13 377	1.47	12.03	7.02	26.73	9.52	57.66	26.12	15.78	9.69
Северсталь	19 042	3.20	12.70	12.07	77.17	9.93	-	131.40	26.02	9.25
Мечел	13 395	2.23	13.40	15.45	72.09	9.86	181.65	21.27	30.70	10.79
Белон	1 003	4.53	4.20	2.22	14.06	6.65	38.89	9.01	15.04	5.51
Распадская	6 060	1.62	13.04	17.01	42.76	8.99	51.98	22.31	24.36	14.32
Полюс золота	12 191	0.36	3.53	4.46	20.38	0.50	37.91	24.73	22.48	14.92
Полиметалл	7 253	-0.50	-2.04	-2.84	85.57	-3.36	75.56	40.40	32.10	24.11
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	15 521	-2.39	4.60	8.54	54.75	0.45	54.00	26.25	30.45	19.12
Сильвинит	7 137	-2.51	1.62	1.33	14.56	-0.18	21.46	13.61	12.55	9.93
Акрон	1 879	-0.91	9.41	18.21	24.25	4.61	8.39	11.00	12.97	8.40
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	3 005	0.09	3.10	-0.73	52.27	2.28	33.69	16.52	10.50	7.34
Седьмой континент	610	-0.22	-0.99	-1.04	-2.86	-0.34	16.73	13.74	7.29	6.68
Магнит	12 847	4.20	9.64	7.57	98.45	7.17	46.69	37.94	27.34	21.24
ПИК	2 122	1.04	0.08	0.33	0.52	5.64	-	2.82	-	-
Система Галс	392	0.38	4.92	9.22	17.41	3.63	-	-	-	-
ЛСР	3 715	0.33	7.20	5.56	82.71	6.04	25.00	28.09	9.84	12.21
МИРОВЫЕ РЫНКИ										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года				
Индекс S&P	1286.	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.					
Индекс РТС	1874.3	0.90	0.74	3.67	12.24	2.25				
USD/EUR	1.3 107	0.32	5.93	8.00	21.83	5.87				
RUB/USD	30.15	0.18	0.61	-2.06	-9.63	-1.94				
RUB/EUR	39.51	0.06	1.44	1.98	-1.82	1.29				
Золото, \$ Oz	1386.2	-0.20	0.83	4.11	8.64	3.31				
Данные Bloomberg		0.18	0.91	-0.60	22.30	-2.29				

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.