

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 13 октября 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ПолюсЗолот	1538.9	1
УралСви-ао	1.193	0.7
Сбербанк-п	64.15	0.6
Сургнфгз	30.259	0.5
Ростел -ао	136.27	0.5
ЛУКОЙЛ	1757.5	0.4
ГМКНорник	5388.7	0.4
ФСК ЕЭС ао	0.368	0.3
Магнит ао	3540	0.1
Роснефть	213.1	0.1
Аэрофлот	66.45	-0.2
Новатэк ао	233	-0.2
Уркалий-ао	139	-0.4
Газпрнефть	118.9	-0.4
Татнфт Зао	150.2	-0.5
Сургнфгз-п	15.269	-0.5
Система ао	26.68	-0.5
МТС-ао	250.7	-0.5
ВТБ ао	0.0908	-0.7
ММК	29.353	-0.7
ОГК-5 ао	2.674	-0.7
РусГидро	1.59	-0.9
Транснф ап	34394	-0.9
Сбербанк	90.9	-0.9
СевСт-ао	446.99	-1
Татнфт Зап	76.99	-1.1
ОГК-3 ао	1.739	-1.2
ГАЗПРОМ ао	163	-1.2
РБК ИС-ао	35.8	-2
Ростел -ап	83.44	-2.9

Индекс ММВБ снизился на 0.29%, что практически ничего. Днем было некоторое подобие снижения, но к вечеру рынок отыграл все обратно. Внутривневная динамика российских акций почти полностью копировала движение фьючерсов на американские индексы, никаких самостоятельных «идей» не было. Объемы остаются невысокими – 36 млрд. рублей на ММВБ.

Волатильность в рубле превышает колебания индекса ММВБ, но даже после этого курс стагнирует на одном месте около 30 руб./\$.

Из заметных событий вчера выделяется заявление первого вице-премьера Шувалова о предстоящей приватизации пакетов госбанков. Уже до конца года правительство собирается продать 10% ВТБ «минимум» за \$3 млрд. Текущая капитализация банка \$25.6 млрд., при цене 9.08 коп. за акцию, так что «минимум» цены проходит на 10.64 коп. за акцию (если курс рубля к доллару считать неизменным). Самое смешное в этом, что правительство ровно год назад покупало допэмиссию в размере 55.6% от капитала у «несчастливого» банка ВТБ, пострадавшего в кризис по цене 4.82 копейки за акцию. И это при балансовой цене перед размещением на тот момент в 5.55 коп, т.е. P/BV < 1. Чуть больше чем за год государство «подняло» больше чем 100%, удачная сделка.

А еще пару лет до этого, в мае 2007 года банк на «народном» IPO разместил допэмиссию всего-то на 23% капитала по цене 13.6 копеек. P/BV был больше трех. Тоже выглядит как удачный тайминг.

Правительство парадоксальным образом постоянно выигрывает, а инвесторы, покупавшие акции остаются «лузерами». Мы были уверены, что акции банка в мае 2007 года были переоценены. Банк ВТБ с его низкой прибыльностью не заслуживал столь высоких цен, это была эйфория на буме кредитования. И совершенно не понимаем, зачем понадобилась прошлогодняя размывающая «народных акционеров» допэмиссия, тем более по такой цене, если учесть что в 2007-м ВТБ практически удвоил свой капитал и оставался перекапитализированным все это время. В отчетности по МСФО указывается, что достаточность капитала на 30 июня 2009 года по международным стандартам составляла 16.5% - ни о какой недостаточности капитала и речи не было.

Наш текущий взгляд на акции ВТБ скорее нейтрален. Текущая балансовая стоимость акции (собственный капитал на количество акций за полугодие 2010) составляет 5.01 коп, текущий мультипликатор P/BV 1.78, что не так дорого и не дешево. Желание правительства продать 10% ВТБ за сумму от \$3 млрд. предполагает мультипликатор P/BV от 2.12. Выглядит как небольшой перебор. Нам не нравится стратегия ВТБ – уже несколько лет руководством надуваются щеки, идет движение в сторону создания «ведущего инвестбанка». Есть сообщения, что в Москве ВТБ переманивает ведущих аналитиков и трейдеров, давая ценники по зарплате в 1.5 раза выше рыночных. При этом, банк остается малоприбыльным (см. отдачу капитала в таблице). Самая высокая отдача перед «народным IPO» в 2006-м году ROE=19.7% была получена за счет разовой сделки по продаже пакета «Камаза», без нее прибыль мизерная с отдачей ближе к 10%. Банк уже второй раз привлекает капитал и не может дать на него нормальную отдачу.

ROE ВТБ то можно сравнить с другим государственным банком – «Сбербанком», который в 2005 и 2006-м показывал фантастическую отдачу больше 30%, в кризисный 2009-й не показал убытка, а с 2011 года ожидается, что вновь выйдет на запредельные порядка ROE=25%. Имея такую прибыль можно быстро наращивать прибыль и платить дивиденды («Сбербанк» платит низкие дивиденды).

Рынки накануне:

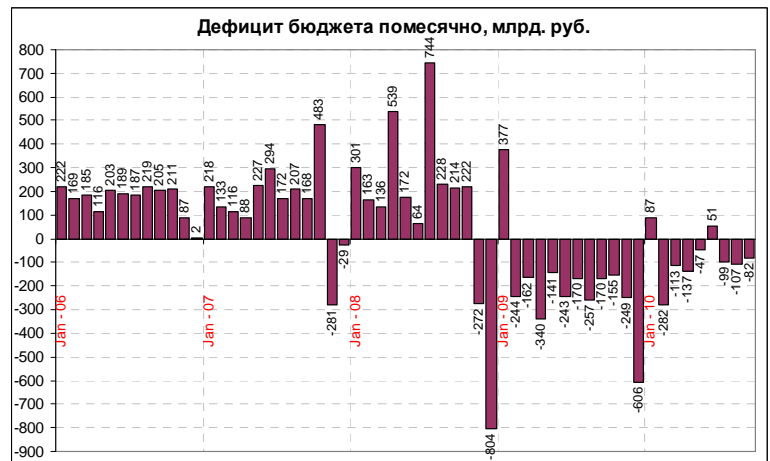


VTB Bank OJSC	2006	2007	2008	2009	12/10 Y	2011
Чистая прибыль	1 137	1 480	218	-2 005	1 763	2 450
ROE, %	19.73	12.98	1.48	-14.21	6.467	12.075

Текущая цена «Сбербанка» выглядит оправданной (при такой-то отдаче) с P/BV=2.1 и P/E₂₀₁₁=8.1 Государственные банки выигрывают от кризисов потому, что население готово поступиться процентами в угоду надежности. Поэтому госбанки получают дешевое фондирование, а выдают кредиты как все остальные банки. Большая процентная маржа - большая прибыль. В банковской отрасли сложилась нездоровая конкурентная обстановка, малые банки, считающиеся «менее надежными», получают слишком дорогие ресурсы по сравнению со «Сбербанком» и теряют свою долю. Встает вопрос, почему ВТБ не может получить таких же выгод, являясь также «государственным»? Видимо, проблема в менеджменте, завышенных амбициях и раздутых затратах. Можно вспомнить некрасивую историю о ВТБ по покупке и последующей аренде китайских буровых установок, которую рассказал миноритарий Навальный.

Шувалов вчера также заявил, что правительство может снизить долю в «Сбербанке» ниже контрольной, тогда как сейчас 60,3% акций принадлежит Центробанку РФ. Ранее были заявления, что правительство будет продавать не больше 9%, чтобы сохранить контроль. Нам крайне импонирует идея продажи больше контрольной доли, стремление держаться за контроль в России выглядит как идея фикс, проявление нездоровой обстановки с корпоративным управлением, нежеланием принимать во внимание интересы миноритарных акционеров, страхов, что «иностранцы» скупают контроль. С точки зрения создания здоровой конкурентной обстановки было бы неплохо перед приватизацией сначала расчленив «Сбербанк» на пару конкурирующих организаций, чтобы избежать избыточной концентрации в банковской отрасли. Сейчас «Сбербанк» имеет долю порядка трети в банковских активах (и чуть меньше половины депозитов физлиц). Кризис показал, что крупные банки со статусом too big to fail могут принимать на себя избыточные риски, зная, что их спасут в любом случае. Мелкие банки лишены таких привилегий, как ВТБ, который может выкручивать руки правительству в кризис, требуя дополнительных вливаний в капитал, пугая собственным коллапсом. Невысокая концентрация капитала в банковской отрасли означает меньшую опасность системных рисков. Вероятно, что Запад пойдет на разукрупнение своих финансовых институтов. К примеру, для крупных банков, возможно, будут введены повышенные нормативы достаточности.

Вчера правительство объявило итоги выполнения бюджета за 9 месяцев. Дефицит сентября сохранил тенденцию к снижению, минус 82 млрд. рублей за месяц. Экономика продолжает восстанавливаться, и в следующем году бюджет может оказаться почти бездефицитным (консенсус прогнозы предполагают, что дефицит сохранится на ближайшие годы, но будет небольшим). Если случится так, то правительство может передумать продавать активы, включая акции ВТБ и «Сбербанка».



Вкратце:

- Фонд семьи Груздева может продать 21,3% акций «Седьмого континента» А. Занадворову. После этой сделки доля А. Занадворова в ритейлере составит около 96,11%, что позволит ему принудительно выкупить оставшиеся 3,89% акций у миноритариев. Исходя из вчерашних котировок, на консолидацию ритейлера бизнесмену потребуется около \$180 млн., которые предоставит «ВТБ».
- «Трансконтейнер», который запланировал IPO, разместит часть акций и на российских площадках. Напомним, что в ходе IPO «РЖД» планирует продать 35% минус 2 акции «Трансконтейнера», еще 5% могут продать миноритарии.
- Л. Федун заявил, что добыча «ЛУКОЙЛа» в России до ввода Филановского месторождения на Каспии после 2014 года будет падать. По его словам, весь прирост добычи компании будет происходить за пределами России. И максимум, что может сделать «ЛУКОЙЛ» в России – это стабилизировать уровень добычи. Вполне возможно, что компания делает упор на зарубежные проекты из-за высокой налоговой нагрузки на отрасль в России.
- «ТНК-ВР Холдинг» по итогам девяти месяцев 2010 года может выплатить дивиденд в 8,04 рубля на акцию. Дивидендная доходность обыкновенной акции составит 12%, привилегированной – 13,7%. Всего на дивиденды компания направит 64% от чистой прибыли по РСБУ. Реестр был закрыт вчера. Заметим, что с 2008 года компания направляет на дивиденды почти всю чистую прибыль.

Местное:

- «Камская долина – Финанс» не выплатил пятый купон и 20% номинала по облигациям 5-й серии. Компания обещает заплатить купон до конца недели, а 20% номинала будут погашены в течение 30 дней. Заметим, что по выплате 1-4 купонов также были задержки.
- «Ростехнадзор» по итогам проверки «Уралкалия» постановил, что производственные объекты компании соответствуют требованиям законодательства. Тем не менее, проверка нашла некоторые нарушения, однако большая часть из них была устранена в ходе работы комиссии. Напомним, что проверка проводилась с 8 по 29 сентября.
- «Каустик» готов выкупить у миноритариев «Березниковского содового завода» их акции. Бумаги будут выкупаться по 7281 рублей за штуку.

Напоследок:

МВФ выпустил очередной World economic outlook (выходит в октябре и апреле), из которого можно получить прогноз рубля. Для этого номинальный ВВП в рублях нужно поделить на аналогичный в долларах, что даст среднегодовой курс. Там же есть оценка реального курса по ППС, который в 2010 году, составляет 20.3 руб./доллар, что при среднегодовом курсе 30.5 предполагает, что рубль имеет покупательную способность $20.3/30.5=67\%$ от покупательной способности доллара.

Год назад МВФ прогнозировал курс рубля в районе 35/доллар к 2015. Полгода назад, в апреле 2010 фонд стал прогнозировать номинальное укрепление до 23 к 2015 году. На этот раз сценарий посредине 30+ руб. за доллар.

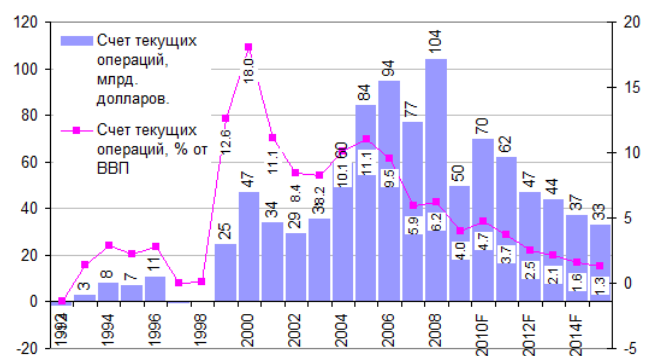
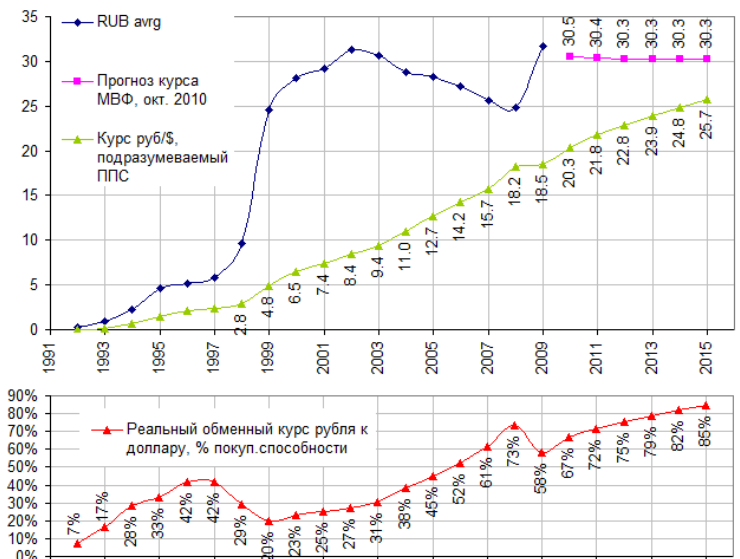
В данных МВФ нет "апгрейда" российского валового продукта по ППС, как это случилось у Всемирного банка (далее: ВБ). Так, ВБ дает ВВП в \$18.4 тыс. на душу по ППС, а МВФ ВВП в \$14.9 тыс. по ППС. Разбег составляет 23%, обычно разницей в счете внутреннего и национального продукта это не объяснить.

ВБ оценивает ВВП РФ 2009 года по ППС в \$2.687 трлн., тогда как МВФ дает цифру \$2.116 трлн. [=39.1 трлн. номинальных руб./паритетный 18.478 руб./долл], что дает разницу аж в 27%.

Мы подозреваем, что ВБ ошибается с апгрейдом России. Но есть проблема - насколько мы помним, МВФ берет данные у ВБ, не наоборот. Это различие носит принципиальный характер. Одно дело, реальный обменный курс рубля к доллару в 67% для текущего года у МВФ. Другое, у ВБ - 46%, если считать по ВВП и 51%, если по ВВП на душу. В первом случае можно предполагать реальное укрепление рубля к доллару, скажем, в 1.4-1.5 раза в среднесрочной перспективе, во втором - почти в два раза.

МВФ не ожидает исчезновения счета текущих операций (СА), как некоторые эксперты из ВШЭ. Снижающийся положительный СА, понятно, должен быть уравновешен оттоком капитала, который традиционно обеспечивает ЦБ РФ, через резервы. С падением СА российскому ЦБ будет легче управлять рублем, конечно, если не помешает неожиданно большой приток капитала.

На ближайшие годы мы ожидаем курса около 29, возможно, 28 руб./\$. Но признаем, что при падающем СА наши власти могут удерживать курс и на более высоких уровнях, скажем под 30 вплоть до того времени когда СА совсем не исчезнет. Возможно, тогда рубль придет к своему рыночному равновесию и не будет больше управляться властями.

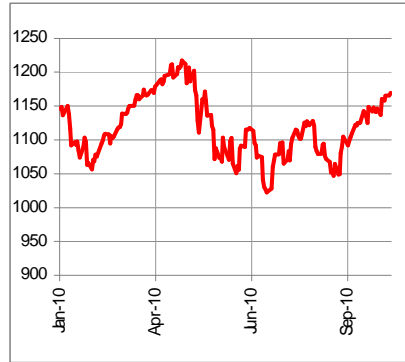


Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&P 500



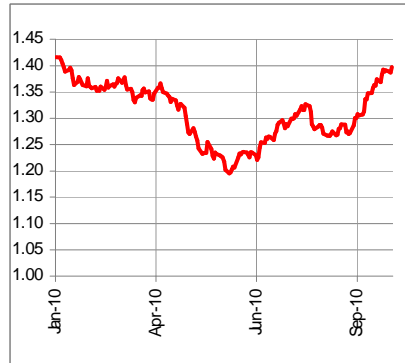
Индекс Shanghai SE Composite



Курс RUB/USD



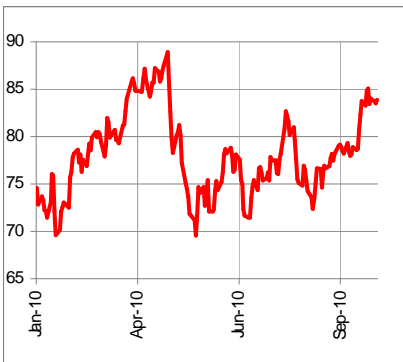
Курс USD/EUR



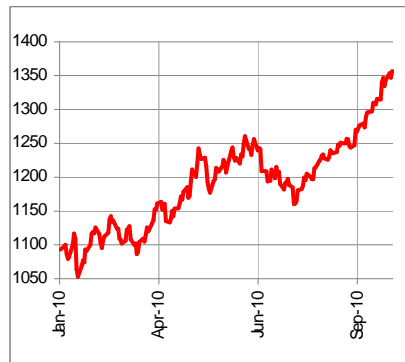
Курс JPY/EUR



Нефть Brent, \$/барр.



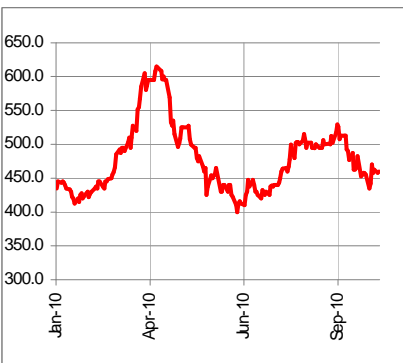
Золото, \$/Oz



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	128 796	-1.16	0.34	-1.22	-14.54	-11.01	5.22	4.54	5.21	4.09
Новатэк	23 589	-0.15	-1.74	1.05	66.10	36.87	28.64	18.37	20.00	13.28
Роснефть	75 382	0.08	-0.61	3.64	-12.12	-15.41	11.02	7.34	6.63	5.06
ЛУКОЙЛ	49 874	0.39	0.14	2.77	-6.89	3.63	7.11	6.04	4.01	3.74
Газпром нефть	18 810	-0.39	-1.93	-3.68	-26.72	-27.35	6.24	5.99	5.09	4.55
Сургутнефтегаз	36 009	0.47	0.71	-2.04	9.21	12.58	9.80	7.11	-	2.66
ТНК-ВР	32 693	-2.24	-0.89	1.40	21.92	26.38	6.32	5.24	4.23	3.64
Татнефть	10 927	-0.31	-0.50	2.72	8.89	7.59	6.36	5.93	5.09	4.56
БАНКИ										
Сбербанк	65 533	-0.67	-1.10	7.50	32.88	9.42	84.95	15.09	-	-
ВТБ	31 662	-0.77	-1.31	0.78	31.81	30.74	-	17.96	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 658	-0.71	-1.68	1.09	46.25	51.22	16.76	14.81	13.47	7.96
ОГК-2	1 895	-0.74	-4.20	5.34	76.68	89.20	54.78	31.17	23.07	13.77
ОГК-3	2 742	-1.31	-7.54	8.40	-2.54	18.09	20.18	34.79	11.51	14.08
ОГК-4	5 519	-1.76	-2.78	3.06	52.41	62.01	31.64	21.40	19.38	14.32
ОГК-5	3 156	-0.71	-0.26	1.44	-1.69	24.60	31.19	26.82	16.49	12.80
ОГК-6	#N/A	N/A	-	-	-	-	-	-	-	-
ТГК-9	1 282	0.00	-2.00	-8.84	32.88	56.80	9.61	12.59	-	5.13
Русгидро	14 301	-0.81	-1.30	-3.58	35.12	39.88	14.75	11.20	8.70	6.78
ИнтерРАО	4 750	-0.20	-3.15	1.18	55.57	2.23	-	30.55	-	12.44
ФСК	15 108	0.00	0.27	1.38	3.97	15.05	-	16.69	-	8.43
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 318	0.74	3.28	4.14	-5.45	-8.16	28.57	22.38	7.25	6.88
МТС	16 670	-0.54	-0.98	-2.70	19.26	13.06	16.60	10.19	4.77	4.01
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	34 269	0.41	1.58	3.54	37.26	27.06	13.18	7.74	8.11	5.26
НЛМК	21 504	-0.20	1.12	8.13	37.69	17.01	99.99	16.23	16.32	9.46
ММК	10 947	-0.73	-0.54	6.50	29.74	17.27	47.18	17.58	13.06	7.81
Северсталь	15 054	-0.82	0.46	6.97	88.60	76.77	-	46.67	21.90	7.86
Мечел	10 261	-0.84	-1.77	-4.65	54.53	52.29	139.14	13.52	25.93	8.89
Белон	1 055	-0.43	-0.07	-1.04	34.57	46.01	40.90	8.44	15.90	5.54
Распадская	4 524	0.20	2.24	12.84	46.13	18.67	38.80	17.00	18.30	10.36
Полюс золото	9 799	1.07	9.09	9.42	2.08	-3.01	30.47	18.97	-	-
Полиметалл	6 886	0.60	9.78	16.08	98.45	82.76	71.74	32.92	30.54	18.71
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	9 856	-0.19	4.50	-5.54	10.25	10.77	34.29	18.55	19.36	12.45
Сильвинит	5 614	0.94	7.13	6.42	24.37	-9.06	16.88	10.80	10.14	7.80
Акрон	1 440	-0.13	-2.77	-2.06	12.22	5.24	6.43	9.70	10.98	7.53
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 468	-0.06	2.07	4.31	53.02	26.05	27.66	13.56	9.28	6.29
Седьмой континент	714	-2.67	3.94	12.66	0.43	24.53	19.57	16.34	8.37	6.99
Магнит	10 510	0.16	-3.85	-2.84	98.94	63.73	38.20	32.03	22.52	17.62
ПИК	1 906	-1.06	-4.06	-8.63	-1.36	-6.19	-	-	-	-
Система Галс	308	-0.78	1.57	-3.26	-4.86	-	-	-	-	-
ЛСР	2 949	3.28	4.53	-1.98	62.30	48.39	19.84	20.43	8.06	9.44
МИРОВЫЕ РЫНКИ										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года				
Индекс S&P	1169.8	0.38	0.78	4.27	9.00	4.90				
Индекс РТС	1582.5	0.52	0.26	5.27	13.03	9.54				
USD/EUR	1.3 969	0.74	0.32	8.62	-5.85	-2.53				
RUB/USD	29.97	0.34	-0.49	2.37	-1.41	0.23				
RUB/EUR	41.78	-0.21	-0.91	-5.56	4.95	3.09				
Золото, \$ Oz	1356.85	0.72	0.75	8.80	27.57	23.51				
<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.