

Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 17 декабря 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Уркалий-ао	220.98	4.7
УралСви-ао	1.473	2.8
ОГК-5 ао	2.83	1.0
Сбербанк-п	77.29	0.8
ФСК ЕЭС ао	0.363	0.6
Новатэк ао	304.79	0.4
Газпрнефть	129.93	0.2
ВТБ ао	0.1028	0.2
РусГидро	1.627	0.1
Ростел -ап	81.48	0.1
МТС-ао	254	0.0
ЛУКОЙЛ	1753.1	-0.3
Ростел -ао	145.3	-0.3
Система ао	25.64	-0.4
ПолюсЗолот	1836.2	-0.4
Татнфт Зап	83.26	-0.6
ОГК-3 ао	1.68	-0.7
Сурпнфгз-п	15.384	-0.7
Сурпнфгз	30.231	-0.8
Татнфт Зао	147.72	-0.8
Транснф ап	41140	-0.8
Аэрофлот	80.71	-0.8
ГАЗПРОМ ао	193.43	-1.1
РБК ИС-ао	42.81	-1.2
Роснефть	216.35	-1.2
Сбербанк	106.3	-1.3
ГМКНорник	6700	-1.3
СевСт-ао	502.58	-1.9
ММК	32.902	-2.2
Магнит ао	3961	-4.6

Отечественные акции показали небольшие изменения, в рамках тенденций мировых фондовых рынков. Индекс ММВБ снизился на 0.6%, а среди 84 национальных индексов отслеживаемых Bloomberg было порядка дюжины с изменениями больше чем плюс - минус 1%. Все идет к Рождеству.

Вчера по телевидению выступал по В.Путин. Все прошлые разы во время трансляций фондовый рынок показывал положительные тенденции (мы понимаем, что это могло сложиться случайно). Но вчера этого не случилось. Был задан вопрос о Ходорковском, и Путин в жесткой манере ответил, что «вор должен сидеть в тюрьме». Так что не было суждено реализоваться оптимистическим ожиданиям «чуда», что суд вынесет оправдательный вердикт.

Активные движения были в акциях «Уралкалия» и «Сильвинита», по которым начинает вырисовываться перспектива. На понедельник назначено заседание совета директоров «Сильвинита», на котором будет обсуждаться вопрос присоединения, а собрание акционеров обещают провести в конце января. Основная версия, которую называют источники, состоит в том, что присоединение пройдет в форме обмена акций «Сильвинита» на «Уралкалий». Соответственно, важным является коэффициент обмена, который определит проигравших и выигравших акционеров компании. Но на этот счет никакой информации нет.

Мы достаточно много написали вчера об этом и указывали на то, что привилегированные акции «Сильвинита» выглядят крайне дешево. Вероятно, также считает рынок, поскольку вчера эти бумаги в РТС подскочили на 12%. В этом есть

логика, «префы» «Сильвинита» вряд ли сильно пострадают, даже если будет дискриминация держателей этих бумаг, они уже и так дешевы и сильно не проиграют. Но если присоединение будет чуть более справедливым, выигрыш может быть неплохим. Вчера на начало торгов соотношение привилегированных к обыкновенным акциям «Сильвинита» составляло 40%, на конец торгов стало почти 44%. Но даже после этого, соотношение остается низким, традиционно в России «префы» торгуются выше 50%, а «нормальным» мы бы считали диапазон 60-80%, что примерно в 1.5 раза выше, чем сейчас.

Вопрос сколько должны стоить привилегированные акции в РФ является непростым. Отечественные «префы» крайне сильно отличаются от своих западных аналогов. В США привилегированные акции представляют собой аналог бессрочных облигаций, по которым платятся фиксированные дивиденды (правда, из чистой прибыли, тогда как по облигациям проценты принимаются к налоговому вычету). В России эти бумаги имеют чуть больше прав, они и голосуют в ряде случаев, они могут получить право выплаты в случае неполных выплат дивидендов, положенных по уставу. В этом смысле они больше напоминают западный класс обыкновенных акций без голосующих прав.

Очень важный вопрос стоимости привилегированных бумаг в РФ - это дивиденды. Во время приватизации начала 90-х в этом отношении было два типовых устава, которые принимались акционерными обществами. По одному полагались фиксированные в рублях выплаты. Таким бумагам не очень повезло, поскольку последовавшая затем большая инфляция двух десятилетий сделала эту оговорку бессмысленной. С конца 1991 по текущую дату индекс инфляции поднялся почти в 21 тысячу раз. Сейчас, как правило, по этим бумагам выплачиваются большие дивиденды, чем положено по уставу. Есть тенденция делать выплаты «префов» не меньше, чем по обыкновенным. Но на законодательном уровне ничто не позволяет «кинуть» держателей этих бумаг. Мы видели подобные случаи (в том числе со стороны «хваленых» западных мажоритариев из сыктывкарской «Мондибизнеспейпа», правда,

Рынки накануне:



затем, они эти префы выкупили по неплохой цене). Но в большинстве случаев («Сбербанк прив», «Татнефть прив») все выглядит пристойно.

Второй тип устава предполагал выплаты 10% чистой прибыли для «префов». Им повезло, они защищены от инфляции. Бухгалтерский учет в России, оперирующий историческими ценами, даже позволил таким «префам» получать больше в результате инфляции. Операционная прибыль в отчете о прибылях и убытках считается так: *выручка минус денежные издержки минус амортизация*. Если балансовую стоимость активов «слопала» инфляция, то амортизация становится маленькой (и далеко не позволяет возмещать ранее сделанные инвестиции). Соответственно, операционная прибыль, а также все остальные измерения прибыли (доналоговая, чистая) становятся больше, чем в случае, если бы не было инфляции. Поскольку выплата 10% прибыли фиксирована, то инфляция позволяет перераспределить стоимость компании в сторону держателей префов.

К таким бумагам относится и «Сильвинит», «префы» которого все 90-е получали неплохую дивидендную доходность. В случае присоединения устав можно будет изменить и неким образом «кинуть» акционеров. Остается гипотетический шанс, что держатели «префов», составляющие 25% от УК могут заблокировать присоединение. На этом основании можно полагать более-менее справедливые коэффициенты обмена «префов».

В любом случае, случивший вчера рост «Сильвинита» привилегированного является спекулятивным явлением. С логической точки зрения, эти бумаги представляют собой асимметричную ставку – упасть они могут немного (итак дешево), а вырасти значительно, возможно, двукратно. Конкретных новостей на эту тему нет. Вполне возможно, бумаги выкупают инсайдеры. Нам эта игра нравится, она имеет смысл.

Вкратце:

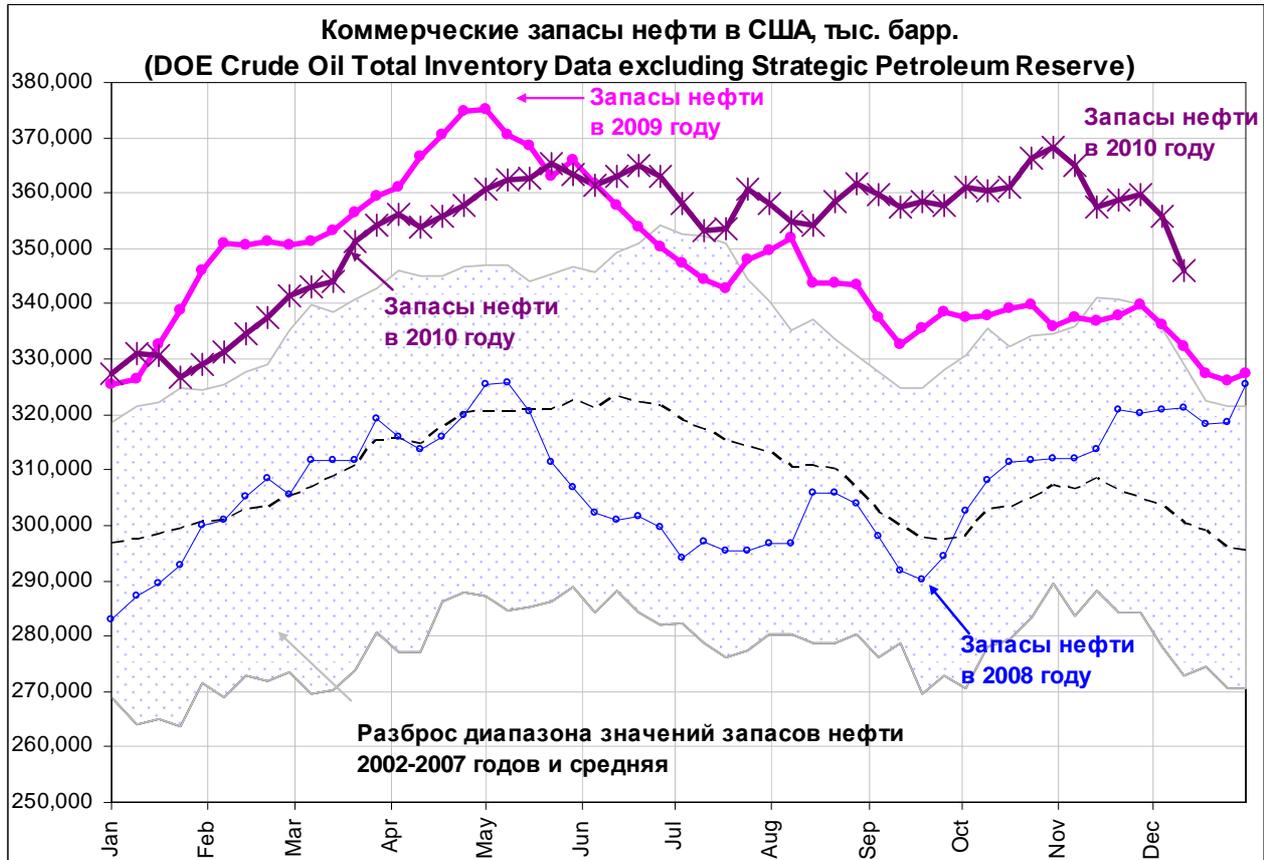
- Международные резервы за прошедшую неделю выросли на \$1,3 млрд. до \$482,8 млрд. С учетом курсовых разниц выходит, что интервенции Центробанка были минимальными.
- В. Путин вчера сообщил, что дефицит бюджета в 2010 году может составить 3,5-3,8%. Ранее А. Кудрин заявлял, что дефицит может составить 4,3%.
- Совет директоров «Норникеля» не принял решение по обмену 82,7% акций «ОГК-3» на 10-15% «Интер РАО». К этому вопросу совет директоров вернется позже после дополнительной проработки других вариантов. Напомним, что ранее EuroSibenergo предложил выкупить 82,7% пакет «ОГК-3» за \$2 млрд. Заметим, что последнее предложение для миноритариев «Норникеля» более выгодное, чем от «Интер РАО».
- Глава «Роснефти» Э. Худайнатов заявил, что в первом квартале 2010 года компания утвердит стратегию развития до 2030 года. По его словам, стратегия будет направлена на минимизацию издержек. Для этого компания проводит ревизию активов, которые не приносят дохода.
- «Норникель» сделал предложение выкупить 25% собственных акций, принадлежащих «Русалу» за \$12 млрд., что примерно на 15% выше текущих котировок. Как и следовало ожидать «Русал» очередной раз ответил категорическим отказом. Однако миноритарии «Русала» могут поддержать предложение «Норникеля», в частности об этом заявила группа «ОНЭКСИМ» М. Прохорова. Отмечается, что предложение «Норникеля» по выкупу собственных акций не является классической офертой и цена и форма оплаты могут корректироваться. Если сделка состоится, часть выкупленных акций будут погашены.
- «Ведомости» сегодня пишут, что «Банк Восточный экспресс» в течение пяти дней нарушал норматив Н4, который отражает риск потери банком ликвидности. Вполне возможно, что нехватка ликвидности связана с тем, что банк приобрел ипотечный портфель на \$500 млн. Нарушение является не критичным, и сам Центробанк разрешает банкам семь дней в течение месяца нарушать норматив без наложения санкций. Сейчас банк, скорее всего, за счет межбанковских кредитов выправил ситуацию.
- Минприроды провело совещание с нефтяными компаниями, на котором обсуждали вопросы по освоению нетрадиционных источников углеводородов. В ходе совещания было отмечено, что добыча сланцевого газа является экономически неэффективным. Более актуальными задачами являются разработка битумных и истощенных месторождений нефти. Мы согласны с этими выводами, так как разработка традиционных месторождений газа гораздо прибыльнее, чем добыча сланцевого газа.

Местное:

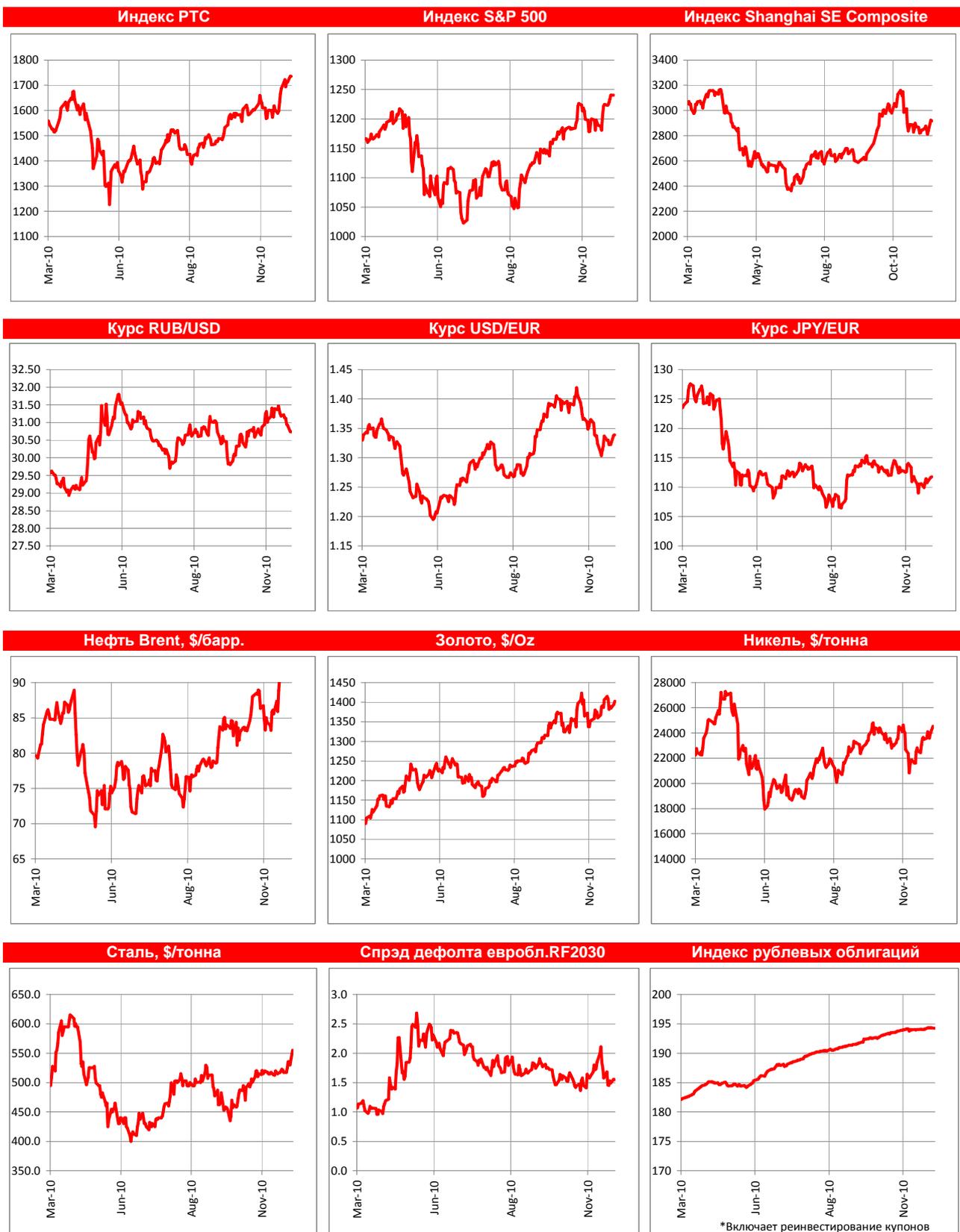
- «Коммерсант» сегодня пишет, что «Новатэк» станет вторым поставщиком газа для «Метафракса» с 2011 года. По сведениям издания, независимый производитель будет поставлять около 150 млн. куб. метров газа, что составляет 10% от потребностей «Метафракса». Ранее «Новатэк» «отбил» у «Межрегионгаза» крупнейшего потребителя газа в регионе – «Пермскую ГРЭС».

Напоследок:

Ниже мы представляем график коммерческих запасов нефти. Запасы находятся на своих максимумах, но, несмотря на это, цены на нефть растут.



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	149 052	-1.09	0.43	14.58	9.38	5.61	6.05	5.31	5.77	4.62
Новатэк	30 091	0.56	-0.59	13.97	85.26	79.04	36.54	23.52	25.57	16.65
Роснефть	74 718	-0.98	0.26	1.90	-14.55	-14.02	10.93	7.36	6.59	4.99
ЛУКОЙЛ	48 493	-0.12	-1.55	1.68	5.80	3.33	6.92	5.72	4.00	3.67
Газпром нефть	19 990	-0.05	-1.70	1.94	-23.36	-20.83	6.63	6.17	5.32	4.59
Сургутнефтегаз	35 148	-0.70	0.03	2.08	10.22	12.69	9.57	7.58	-	2.38
ТНК-ВР	41 692	0.00	2.96	28.41	60.97	61.16	8.06	6.84	5.27	4.60
Татнефть	10 457	-0.83	-1.11	-1.02	1.74	5.59	6.08	6.16	5.02	4.79
БАНКИ										
Сбербанк	74 631	-1.33	1.55	9.22	30.93	27.78	96.74	15.75	-	-
ВТБ	34 959	0.20	1.58	-0.29	51.87	48.04	-	21.19	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 671	0.00	-0.26	6.98	52.12	56.25	16.88	16.84	13.77	8.40
ОГК-2	1 897	-0.11	-1.27	3.49	87.47	94.22	54.83	27.07	23.63	14.28
ОГК-3	2 595	-0.59	1.08	0.54	12.68	14.61	19.10	23.44	10.44	12.64
ОГК-4	6 223	-0.30	-3.01	14.45	91.60	87.34	35.68	22.46	22.04	14.77
ОГК-5	3 256	1.04	-2.11	9.99	24.02	31.83	32.17	25.26	16.84	12.75
ОГК-6	1 393	-0.45	-0.23	-1.12	67.21	77.51	18.04	37.55	11.08	13.71
ТГК-9	1 224	-4.00	-4.00	-4.00	60.00	53.60	9.74	8.80	7.06	4.36
Русгидро	15 276	0.00	0.12	4.70	43.51	43.13	15.75	12.16	9.22	7.59
ИнтерРАО	4 491	-0.42	-1.04	4.40	3.98	-0.88	-	33.11	-	12.59
ФСК	14 531	0.28	-0.55	1.12	5.85	13.48	-	17.35	-	8.09
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 445	-0.47	0.40	3.51	-7.66	-2.21	29.66	31.05	7.56	7.95
МТС	16 470	0.16	-0.32	-0.84	12.81	14.54	16.40	10.19	4.72	4.12
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	41 585	-1.35	2.00	15.92	59.56	58.11	15.99	8.61	9.76	6.09
НЛМК	26 292	-1.78	-4.02	14.24	37.39	46.71	122.26	21.04	19.75	11.76
ММК	11 970	-2.43	-3.75	6.28	25.11	31.50	51.59	22.93	14.31	8.74
Северсталь	16 486	-1.88	-2.86	15.05	99.65	98.51	-	121.24	23.64	8.43
Мечел	11 371	-2.16	1.39	12.39	71.68	73.07	154.20	18.05	27.69	9.73
Белон	959	-0.04	0.00	1.06	36.40	36.18	37.19	8.87	14.56	5.49
Распадская	5 260	3.64	1.82	18.81	48.64	41.50	45.11	20.50	21.27	13.12
Полюс золото	11 414	-0.21	-2.00	7.34	13.73	15.86	35.49	24.57	21.36	14.98
Полиметалл	7 588	-0.92	-3.08	18.22	97.47	106.53	79.05	42.13	33.31	25.00
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	15 246	4.41	5.43	25.28	64.19	75.73	53.04	26.39	29.91	19.23
Сильвинит	7 029	1.89	-0.28	9.98	14.06	16.76	21.14	14.46	12.35	10.37
Акрон	1 739	3.79	13.65	21.44	29.35	30.30	7.77	10.73	12.24	8.22
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 919	-0.64	-3.82	7.43	73.98	52.93	32.73	17.41	10.35	7.28
Седьмой континент	610	-0.37	-0.28	1.63	10.77	9.07	16.71	14.24	7.08	6.56
Магнит	11 491	-4.06	-2.74	14.21	91.26	83.56	41.76	34.26	24.57	19.08
ПИК	2 095	-0.75	4.00	12.54	13.60	5.76	-	2.78	-	-
Система Галс	353	0.97	2.06	14.91	7.75	13.70	-	-	-	-
ЛСР	3 413	-1.71	1.59	20.75	95.51	76.11	22.97	23.65	9.03	10.57

МИРОВЫЕ РЫНКИ

	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	
Индекс S&P	1242.9	0.62	0.80	5.45	13.39	11.46
Индекс РТС	1747.7	0.20	2.03	11.27	24.75	20.98
USD/EUR	1.3 288	0.42	0.45	-1.80	-7.30	-7.28
RUB/USD	30.73	0.05	0.60	1.89	0.36	-2.26
RUB/EUR	40.84	-0.47	0.18	3.81	8.21	5.47
Золото, \$ Oz	1375.25	0.24	-0.70	2.84	24.10	25.18

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.