

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 18 мая 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Аэрофлот	69.15	1.2
РусГидро	1.3999	1.1
ВТБ ао	0.08333	0.9
Газпромнефть	122.08	0.5
ФСК ЕЭС ао	0.357	0.3
Сургутнефтегаз	26.15	0.3
ЛУКОЙЛ	1742	0.2
ГАЗПРОМ ао	198.5	0.0
Магнит ао	3661	-0.1
РБК ИС-ао	37.045	-0.1
ММК	24.099	-0.2
Ростел-ап	83.89	-0.3
Система ао	29.451	-0.4
ПолусЗолот	1887.4	-0.7
Роснефть	228.4	-0.9
МТС-ао	238.17	-1.0
СевСт-ао	463.6	-1.1
Уркалий-ао	214.9	-1.2
ОГК-5 ао	2.3	-1.3
ОГК-3 ао	1.3226	-1.3
Сбербанк-п	65.65	-1.4
Татнефть Зао	154.5	-1.4
Транснефтепродукт	39200	-1.4
Новатэк ао	339.55	-1.6
Сбербанк	96.07	-1.9
Сургутнефтегаз-п	13.998	-2.0
ГМКНорник	6999	-2.4
Татнефть Зап	85.4	-3.0
Ростел-ао	165.39	-7.1

Движение в этом году поразительно походит на прошлогоднее, и если верить этому графику, то рынок уже близок к дну. Возможно, текущая коррекция уже превратилась в самосбывающееся пророчество в том смысле, что спекулянты ориентируются на этот «прецедент». Если это так, то скоро, еще до начала лета, может обнаружиться «дно». В прошлом году слишком скоротечным – 25 мая 2010 года индекс ММВБ упал на 5.67%, чтобы на следующий день 26 мая вырасти на 5.66%, откуда начался устойчивый ростовой тренд в результате которого акции поднялись на 56% (к 11 апреля 2011). Успеть купить «на дне» крайне трудно.

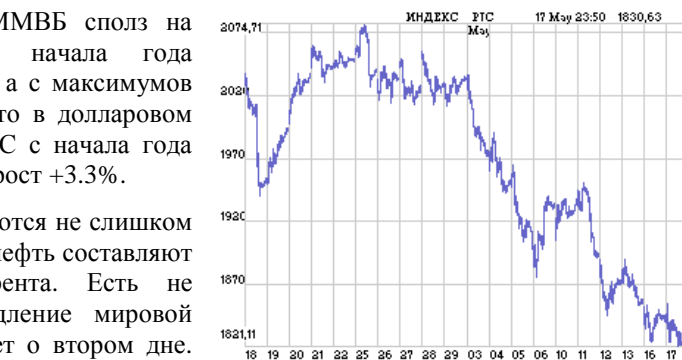
В записке «стратегов» банка Credit Swiss высказываются соображения подобного свойства. Причиной провала сырьевых рынков и акций развивающихся стран они называют «алгоритмический трейдинг» и заявляют, что «фундаментальные драйверы» коррекции на этот раз выглядят слабыми. Примерными причинами провала они называют более слабый мировой рост, преувеличенный стоп-лоссами и продажей позиций алгоритмической торговли. При этом они «не видят» продаж позиций долгосрочными инвесторами. Проверить или опровергнуть эти заявления сложно, но они выглядят вполне правдоподобными.

Во вторник индекс ММВБ сполз на очередные 0.9%, с начала года результат минус 4.4%, а с максимумов апреля минус 14%. Зато в долларовом измерении индекса РТС с начала года остается накопленный рост +3.3%.

Причины провала остаются не слишком очевидными. Цены на нефть составляют \$111/баррель для брента. Есть не принципиальное замедление мировой экономики, но речи нет о втором дне. Есть повышение ставок в ряде стран, чтобы сдерживать инфляцию, но повышение ставок должно случиться рано или поздно по мере выхода из кризиса.

Фондовый рынок – место, где всегда есть неопределенность, и нет гарантированных вещей. Поэтому участники готовы использовать любую информацию для торговли, будь то мифы («продавай в мае») или технический анализ (не признаваемый академиками за науку). В чем-то это сравнимо со средневековой медициной, когда пускали кровь, носили амулеты или заговаривали грыжу. Собственно, вся наука прошла путь от мифа до современного «позитивистского» состояния. Цены на рынке это результат отдельных сделок. Сравнительно небольшая группа верующих в тот или иной метод может вызывать заметное отклонение цен. Мы думаем, что текущий провал – именно такой случай.

История не повторяется, она «рифмуется».



Мы не знаем хороших способов угадывать дно или траектории и загибы рынка. Общий тренд нам представляется не сломленным, российские акции слишком дешевы. Так, «ЛУКОЙЛ» с капитализацией \$52 млрд. и ожидаемой прибылью в \$10+ млрд. в 2011 году имеет мультипликатор р/е ниже 5. Мы не хотим даже вспоминать про «Газпром» с его безобразно дешевым р/е₂₀₁₂=4,14. Можем указать даже на «Сбербанк» с р/е₂₀₁₂=6,9. Почти все акции в России выглядят заслуживающими оценки «покупать» и имеют потенциал повышения не ниже 50%, чтобы достичь нормы других развивающихся рынков с мультипликатором р/е порядка 10.

Справа приведены наши оценки (включая условные) для 30 акций, формирующих индекс ММВБ с целевыми ценами на конец 2012 года. В правой колонке даются комментарии, как были получены те или иные оценки. На их основе можно рассчитать справедливое значение индекса на конец 2012 года, оно составляет 2866 пунктов, что на 67% выше текущего значения. Если предположить, что рынок в точности придет к называемым ценам, то за оставшиеся 1,5 года доходность составит 37% годовых. Можно не соглашаться с некоторыми из наших оценок, но общее направление движения наверх нам кажется очевидным. Мы по-прежнему большие оптимисты в отношении акций.

Курс рубля сейчас поднялся до 28.225 руб./\$, 4 мая он был на рубль ниже (27.17). Это движение кажется нам вполне логичным, поскольку доллар продолжает отыгрывать свои позиции в мире (по итогам апреля реальный эффективный обменный курс доллара к корзине валют-стран партнеров показал минимальное значение с 1973 года, окончания золотого стандарта и начала расчета индекса).

Бивалютная корзина продолжает стоять примерно на одном месте уже третий месяц (в начале марта она достигла текущих значений). Мы предполагаем, что Центробанк РФ своими интервенциями продолжит стабилизировать бивалютную корзину на текущем уровне и дальше. При этом курс доллара к евро может продолжить восстановительный рост (куда-то ближе к 1.3 \$/€ с текущих 1.42) и, вообще говоря, вполне реально увидеть курс 29 руб./\$.

Вкратце:

- «Интерфакс» сообщает, что Минфин предлагает с 2012 года ввести повышенный НДС на газ для владельцев газопроводов, т.е. на «Газпром». Для остальных газодобывающих компаний ставка НДС будет индексироваться на темпы инфляции. Размер новой ставки не уточняется, однако, по словам С. Шаталова, налог будет примерно в два раза больше запланированных ранее значений (539 рублей за тыс. куб. м.). Таким образом, налоговая нагрузка на «Газпром» возрастет на 150 млрд. рублей (\$5,3 млрд.). Именно эту сумму правительство поручило Минфину собрать с газовой отрасли. Так или иначе, но по мере роста внутренних тарифов на газ, налоговая нагрузка на газовые компании будет увеличиваться. Но даже после введения новых ставок, «Газпром» сохранит фундаментальную недооценку.
- Также правительство с 2012 года обнулит ставку НДС на ямальский газ, который будет использоваться для производства СПГ. Главным бенефициаром льгот станет «Новатэк», планирующий организовать производство СПГ на Южно-Тамбейском газоконденсатном месторождении.
- АФК «Система» по итогам 2010 года может выплатить дивиденд в 0,26 рублей на акцию (доходность – 0,9%). Всего на дивиденды будет направлено 2,5 млрд. рублей, что составляет чуть менее 9% от чистой прибыли за 2010 год.

Акция	Вес	Цена, руб	Справедл.2012	Потенциал	Комментарий
ЛУКОЙЛ	14.7	1742	3062	76%	ДДП
Газпром	14.7	199	480	141%	ДДП
Сбербанк	12.7	96	172	79%	Р/Е_2012=12
Норникель	10.0	7006	8635	23%	Р/Е_2012=10
Новатэк	5.8	340	329	-3%	Р/Е_2012=15
Роснефть	5.7	229	320	40%	Р/Е_2012=12
МТС	3.6	238	314	32%	Р/Е_2012=10
Татнефть	3.4	154.8	273.0	76%	Р/Е_2012=9
Сургутнефтегаз	3.1	26	55	110%	По аналог. с ЛУКОЙлом
Магнит	2.8	3661	2852.2	-22%	Р/Е_2012=15
Северсталь	2.7	466.1	686.8	47%	Р/Е_2012=10 + Нортголд
Русгидро	2.5	1.40	2.90	107%	Р/Е_2012=9
Полюс-золото	2.4	1895	1902	0%	Р/Е_2012=15
Уралкалий	2.4	214.9	330	54%	Условн. ДДП
ВТБ	2.3	0.083	0.088	6%	Р/BV=1.6
ФСК	1.4	0.36	0.70	97%	ДДП
Сургутнефтегаз-пр.	1.4	14.0	33.0	136%	По аналог. с ЛУКОЙлом
НЛМК	1.3	103.1	140.85	37%	Р/Е_2012=11
Полиметалл	1.3	476	509	7%	Р/Е_2012=15
Сбербанк-пр.	0.9	65.7	111.8	141%	ДДП
Транснефть-пр.	0.9	39210	73000	86%	ДДП
МРСК-Холдинг	0.9	3.82	6.78	77%	Р/Е_2012=9
ММК	0.6	24.1	41.3	71%	Р/Е_2012=10
Газромнефть	0.5	122	236	94%	Р/Е_2012=10
ИнтерРАО	0.4	0.0343	0.0642	87%	Условная оценка
Распадская	0.4	157	283	81%	Р/Е_2012=10
Мосэнерго	0.3	2.55	2.86	12%	Р/Е_2012=10
Аэрофлот	0.3	69.0	85.6	24%	Р/Е_2012=10
ОГК-3	0.2	1.3	3.3	146%	EV/мощность=\$500/кВт
Ростелеком	0.2	165	200	21%	Сравнит. оц. объед. RTKM



- «Коммерсант» пишет, что Минэнерго предлагал до конца года передать в управление зарубежному стратегическому инвестору одну из МРСК. По сведениям издания, ведомство будет выбирать из трех МРСК: «МРСК Северного Кавказа», «МРСК Северо-Запада» и «МРСК «Сибири», т.е. с самым тяжелым финансовым состоянием. Однако проблемы этих компаний вызваны тем, что правительство не утвердило для них план перехода на RAB и неплатежами за электроэнергию. Но после заявлений правительства об ограничении темпов роста тарифов и нарушении ранее данных обещаний, найти зарубежного инвестора будет несколько затруднительно.
- Совет директоров «Газпрома» рекомендовал акционерам утвердить дивиденды в 3,85 рублей на одну акцию (дивидендная доходность – 1,9%). Всего на дивиденды концерн направит 25% от чистой прибыли по РСБУ. Напомним, что ранее менеджмент «Газпрома» ориентировал акционеров на дивиденд в 2,7 рублей.
- Сделка между «Роснефтью» и ВР не состоялась, так как стороны не смогли договориться с российскими акционерами «ТНК-ВР». ВР «сфокусирует свое внимание на развитии «ТНК-ВР», но намерена продолжить переговоры с «Роснефтью». Последняя пока официальных комментариев не дает, но, по словам С. Шматко, она будет искать новых партнеров. Мы не видим в этом негатива для «Роснефти», так как желание поучаствовать в освоении российского арктического шельфа высказали ряд зарубежных компаний.
- «Аптечная сеть 36,6» и «Сбербанк» договорились о реструктуризации примерно половины долга аптечной сети при общей задолженности 9,3 млрд. руб. сроком на 5 лет. Проблемы с долгами у компании еще начались до кризиса, о чем свидетельствует значение показателя в 2007 году долг/ЕБИТДА, превышающее 11, что гораздо выше нормы. Проблему погашения задолженности «Аптеки 36.6» решают путем продажи своих активов: в 2007 - недвижимость, в 2008 - сеть частных клиник European Medical Centre, в 2009 – была попытка продать долю в «Верофарме», сейчас компания планирует продать 50% сети «Центр раннего развития — ELC». На конец прошлого года долг/ЕБИТДА составлял 5,4. Таким образом, видим, что проблемы с долгами частично решаются, но в целом находим финансовое состояние компании достаточно слабым и неустойчивым, требуются существенные изменения в политике компании.
- ОАО «Северсталь» достигло договоренности с Renco Group о продаже трех своих североамериканских заводов - Severstal Sparrows Point (Мэриленде), Severstal Warren (Огайо) и Severstal Wheeling (Западная Вирджиния). Предварительно менеджмент «Северстали» оценивает сумму сделки в \$156,4 млн. Освобождение от этих активов позволили «Северстали» заметно улучшить свои финансовые показатели. Выручка «Северстали» за первый квартал увеличилась до \$3,7 млрд. (на 36% больше по сравнению с аналогичным периодом 2010 года), чистая прибыль достигла \$531 млн. против убытка в размере \$785 млн. в первом квартале 2010 г., рентабельность по ЕБИТДА – 25,1%.
- Правительство планирует с 1 июня повысить экспортную пошлину на прямогонный бензин, который используется для производства высокооктановых бензинов. Напомним, что с конца апреля 2011 года в ряде российских регионов наблюдался дефицит высокооктановых бензинов, на что правительства увеличило экспортные пошлины на бензин. Экспортная пошлина на остальные светлые нефтепродукты, в том числе нефть, не претерпела изменений. Как следствие действий правительства нефтяные компании после повышения экспортной пошлины на бензин перешли в более рентабельный экспорт нефти. В итоге правительство решило применить другие инструменты и закрутить гайки путем повышения экспортной пошлины на нефть.

Местное:

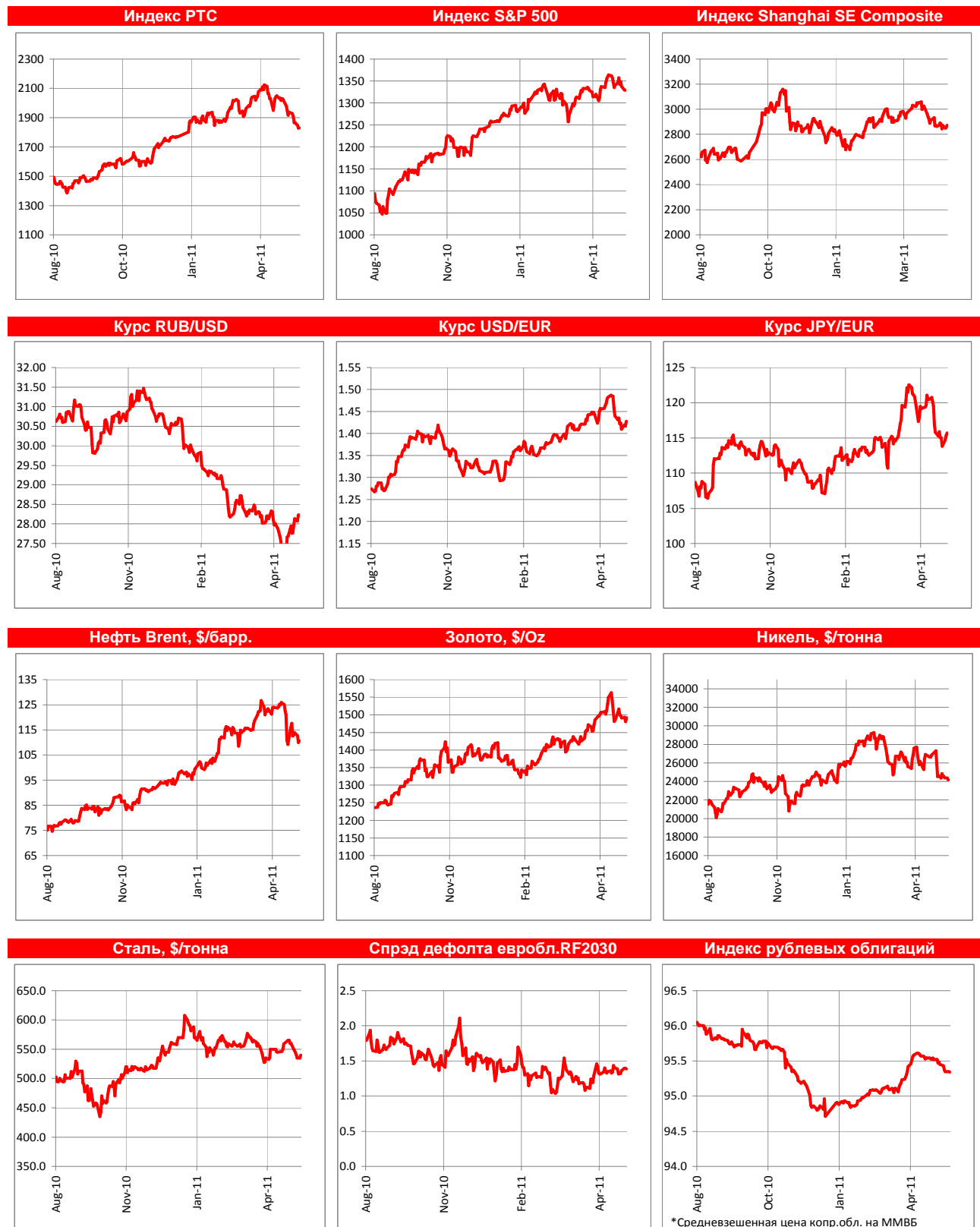
- «Мотовилихинские заводы» в первом квартале получили убыток до 216 млн. рублей при выручке в 439 млн. рублей.
- Компания «Сильвинит» перестала существовать. Такая запись внесена в ЕГРЮЛ. 25 мая «Уралкалий» планирует завершить утверждение отчетов об итогах выпуска акций, после чего начнется конвертация «Сильвинита» на бумаги «Уралкалия». В планах компании завершить все процедуры к концу второго квартала.

Напоследок:

Сравнение индексов промпроизводства в РФ и США. Россия почти полностью восстановила промышленность с максимумов после кризиса (около 1% ниже), тогда как США ниже на 7% максимумов 2008-го.



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.