

## Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 18 ноября 2010 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Уркалий-ао	175.9	3.3
Транснф ап	40280	2.6
ПолюсЗолот	1710	2.3
Сбербанк	97.2	2
Сбербанк-п	69.5	2
СевСт-ао	437.18	1.3
Ростел -ао	140.3	1.3
ВТБ ао	0.1032	1
ГМКНорник	5791	0.7
Татнфт Зао	148.93	0.6
ЛУКОЙЛ	1724.9	0.3
МТС-ао	256.32	0.3
ММК	31.052	0.2
Ростел -ап	77.99	0.1
ОГК-5 ао	2.572	0.1
Роснефть	212.55	0.1
Аэрофлот	75.19	0
Татнфт Зап	76.66	0
Сурпнфгз-п	14.49	-0.2
РБК ИС-ао	36.92	-0.4
ОГК-3 ао	1.67	-0.4
ГАЗПРОМ ао	168.81	-0.5
УралСви-ао	1.261	-0.5
Новатэк ао	267.89	-0.6
Сурпнфгз	29.628	-0.6
РусГидро	1.552	-0.6
Система ао	26.321	-0.7
Газпр нефть	127	-0.7
Магнит ао	3479	-0.9
ФСК ЕЭС ао	0.359	-1.6

Мировые рынки начали корректироваться после отката, продолжавшегося последние дни. Индекс ММВБ на этом поднялся на 0.5%. Есть мнение, что прекращение падения было связано с тем, что в Ирландию прибывает совместная миссия МВФ и ЕС по решению долговой проблемы. На этом евро вчера продолжил расти (~1.35 \$/€сейчас, пару недель назад был выше 1.4 \$/€).

Выделяются акции «Транснефти-привилегированной», которые достигли нового посткризисного максимума. Очевидно, что сохраняется влияние включения в индексы MSCI. Наша оценка компании предполагает справедливую стоимость порядка 60 тыс. рублей за акцию (она сильно зависит от взгляда на «справедливое» соотношение привилегированных акций к обыкновенным). Парадоксально, что акции «Транснефти» растут после публикации позавчера вечером Алексеем Навальным в своем блоге результатов проверки строительства ВСТО. Эта проверка была проведена Счетной Палатой совместно с новым руководством компании и из нее следует, что менеджеры «спилили» порядка 120 млрд. рублей (~\$4 млрд.)

Рост котировок, несмотря на негативный характер новости, можно пытаться объяснять следующими причинами. Во-первых, можно предполагать, что сохраняются механические покупки портфельных управляющих, которые обязаны держать бумагу в долях, предписываемых MSCI. Во-вторых, новость некоторые пытаются трактовать как положительную, дескать, компания борется с коррупцией и откатами. В-третьих,

фондовые рынки живут ожиданиями. Предположительно, инвесторы хорошо осведомлены о том, что коррупция в России существует, поэтому публикация не есть новая информация, а только уточнение. Вроде как все в цене. Можно даже договориться до предположения, что инвесторы ранее думали, что размеры «откатов» на строительстве ВСТО куда больше, чем оказались согласно публикации. Откуда можно сделать парадоксальный вывод, что новость Навального на самом деле носит положительный характер. Нам остается только гадать.

Из других акций неплохо себя чувствует «Сбербанк», восстанавливающийся после заметного провала. Мы также выделяем «Уралкалий», который остается в числе наших приоритетов, как и «Сильвинит». Из калийной отрасли приходят неплохие новости о росте цен и объемов потребления, и вполне возможно, что вскоре повторится история 2006-2008 года, когда рынок стал рынком продавца.

Сегодня Bloomberg публикует статью «Record Russia Earnings Making World's Cheapest Stocks Cheaper». В первом абзаце сообщается, что «российские акции, самые дешевые в мире, становятся еще дешевле после того как национальные компании публикуют рекордные прибыли, которые превышают оценки аналитиков на самую широкую величину среди развивающихся рынков». Публикуемые прибыли больше примерно на 29%, чем оценки 400 аналитиков, собранных агентством. Фонды, инвестирующие в Россию, привлекли меньше денег, чем аналогичные фонды по BRIC.

Статья напрямую не указывает, что дешевизна российских акций концентрируется почти полностью в секторе нефти и газа, занимающего порядка половины индекса. А если считать по реальному free-float, то только один «Газпром» имеет вес почти в 25% (ранее мы выдвигали версию, что газовая монополия не растет, потому что на нее не хватает денег, мало кто из портфельных управляющих желает иметь такой перекоп в одной бумаге, тем более, что она «андепперформит»). Стало уже притчей во языцех указывать на мультипликатор прибыли «Газпрома», который составляет 4.3 по ожидаемой прибыли 2011 года. При этом Petrochina имеет аналогичный мультипликатор 10. Разница в 2.3 раза требует объяснений. Аналогично мы можем вновь и вновь указать на мультипликаторы прибыли 2011 года «ЛУКОЙЛа» в 5.3, что ненамного больше уровня безусловной покупки по классическому

## Рынки накануне:



учению Греема и Додда «Анализ ценных бумаг». Можно указать на котировки «Газпромнефти» с аналогичным коэффициентом в 6.2 или «Роснефть» с 6.7. Для сравнения, не нефтяной «Норникель» торгуется с коэффициентом выше – 7.2, НЛМК на 12, а «Северсталь» - 9.4.

Один из комментаторов вполне резонно сообщает, что Россия вышла из моды в контексте развивающихся рынков. В статье содержится довольно много комментариев относительно «привлекательности». В качестве причин «немодности» приводятся следующие соображения. Аналитик из JPMorgan Chase заявил, что Путин поднимет налоги на отрасль. Заметим, что, вероятно, все будет наоборот. Налоги на нефтяную отрасль являются завышенными и не стимулирующими рост добычи, поскольку новые месторождения практически повсеместно несут отрицательный IRR. Уже сейчас правительство дает специальные льготы по новым месторождениям, вроде Ванкора (без вклада добычи на котором, вероятно, РФ показала бы заметные отрицательные темпы роста добычи). Очень вероятно, что в перспективе нескольких лет налоговое бремя будет снижено, уже сейчас есть предложения изменить текущие НДПИ. Так что мы не принимаем этот аргумент, хотя допускаем, что иностранные инвесторы в массе могут иметь искаженные представления о том, куда движется Россия и верить в аргумент налогов.

Еще один аргумент, который в статье называют «Transparency Discount», недавно выдвинула «Тройка-диалог» в своей стратегии. Он заключается в том, что прибыли российских компаний являются завышенными относительно «реальных». Аналитики «Тройки» заявили, что амортизационные отчисления занижены, не позволяют восполнить выбывающие активы и что реальная амортизация должна быть выше (мы видели подобные рассуждения в начале 2000-х, когда российские акции также были сверхдешевы, так что анализ «Тройки» не уникален). Можно рассмотреть простейший отчет о прибылях и убытках, где операционная прибыль определяется по формуле: выручка минус денежные затраты минус амортизация равно операционная прибыль. Затем из операционной прибыли вычитаем расходы по процентам, налог на прибыль и выходим на чистую прибыль. Если амортизация занижена, то оказываются завышенными все показатели прибыли от операционной до чистой (на EBITDA это не влияет). Мы не готовы утверждать, что в соображениях «Тройки-диалог» нет смысла, однако заметим, что эта история не нова и не уникальна для России. Она аналогичным образом подходит ко многим другим странам. Стандарты US GAAP не позволяют делать переоценки основных средств и опираются на historical accounting. С другой стороны, европейский IAS позволяет делать переоценки, и если они происходят, то амортизация в такой отчетности оказывается близкой к адекватной. По историческим причинам (в 90-е европейский IAS только создавался) большинство нефтяных компаний РФ имеют GAAP и отчитываются в долларах. Известно, что издержки на обустройство месторождений возросли во всем мире, поскольку легкие месторождения заканчиваются. В этом смысле мы не думаем, что чистая прибыль «ЛУКОЙЛа» чем-то принципиально хуже, чем у той же Petrochina или даже ExxonMobil – стандарты отчетности одинаковы.

С другой стороны «Газпром» публикует отчетность по IAS, позволяющей (в отличие от GAAP) делать переоценки в рамках fair value accounting, которые он периодически делает. Правда, отчетность «Газпрома» в рублях и больше подвержена влиянию инфляции (хотя это вопрос дискуссионный, поскольку реальное и номинальное укрепление рубля также ставит вопрос об адекватности стоимости основных фондов в долларовой отчетности НК). Годовая амортизация «Газпрома» составляет \$7.4 млрд., что не так и мало.

Несмотря на все предостережения, статья заканчивается оптимистическими соображениями, что большое количество инвесторов готовы покупать российские акции - одни из самых дешевых на развивающихся рынках. Будем надеяться...

Из положительных новостей, что экономика РФ начинает ускоряться в росте после летнего замедления. По подсчетам МЭР, которые озвучила Э.Набиуллина в октябре вырос на 3,9% к октябрю-2009 и на 0,9% к сентябрю (скорректированная на сезонность). Пока рост за январь-октябрь оценивается в 3.7% и есть шансы, что общий рост окажется чуть больше 4% или около этой цифры

## Вкратце:

- «Газпром» в меморандуме к еврооблигациям сообщает, что снизил обязательства европейских клиентов по выборке газа в 2010-2012 гг. на 15 млрд. куб.м. По текущим ценам, это \$4,5 млрд. недополученной выручки. Однако как поясняет «Газпром», обязательства снижены с условием роста выборки позднее. По оценкам, в этом году концерн мог бы получить \$4 млрд. в виде доплаты за невыборку контрактных объемов газа, однако из-за уступок сумма снизится до \$2,5 млрд. Таким образом, от европейских поставок «Газпром» в этом году может получить \$43-45 млрд.
- Производитель удобрений «Аммофос» может выплатить дивиденд в 831,51 рублей на одну акцию. Дивидендная доходность – 29%. Реестр был закрыт 27 октября. Всего в виде дивидендов будет выплачено 7,5 млрд. рублей, средства будут направлены из прошлой нераспределенной прибыли. Основным акционером компании является «Фосагро», которому принадлежит 93,75%.
- Глава Роснедр А. Ледовских заявил, что конкурсная документация «Башнефти» на месторождения им. Требса и Титова удовлетворит требованиям комиссии. По словам Ю. Трутнева, компания, скорее всего, получит лицензию

на это месторождение. Сумму, которую компания заплатит за нее, пока не называется, но стартовый платеж составляет 18,2 млрд. рублей. Ранее на это месторождение претендовали шесть компаний, однако, комиссия допустила заявки только двух компаний: «Башнефти» и «Сургутнефтегаза», но последняя компания не внесла задаток и не будет участвовать в конкурсе.

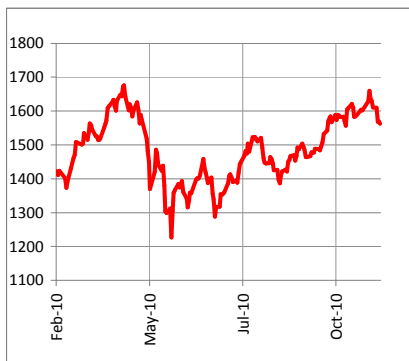
- «Акрон» рассматривает возможность объединения с россосанскими «Минудобрениями» и «Уралхимом». По словам владельца «Акрона» В. Кантора, объединенной компании будет легче нести «инвестиционную ношу». Также компания рассматривает возможность SPO до 20% своих акций. Как пишет сегодня «Коммерсант», покупка «Минудобрений» выглядит очень маловероятной и в большей степени это личные пожелания В. Кантора. А вот «Уралхим» может рассмотреть эту сделку. Возможно, если путем объединения «Акрон» хочет решить доступ к кредитным ресурсам, то «Уралхим» - не лучший кандидат, так как долговая нагрузка компании составляет \$1,3 млрд. или 4,5 EBITDA. Таким образом, в секторе удобрений продолжают обсуждаться идеи консолидации.
- Правительство намерено изменить механизм выделения земельных участков под жилищное строительство. Главным новшеством является то, что земельные участки будут выдаваться тем застройщикам, которые предложат наименьшую конечную стоимость жилья. Также регионам будет поручены разработка программы жилищного строительства, внедрение упрощенного порядка предоставления участков. Лучшим региональным программам будет оказана помощь из федерального бюджета. Предполагается, что с 2011 по 2015 гг. общий объем финансирования жилищного строительства составит \$20,6 млрд. Всего буде построено 370 млн. кв. метров жилья. Основная идея всех этих инициатив – это сделать жилье более доступным. Похоже, что сценарий, предусматривающий рост цен на недвижимость из-за его дефицита (о чем мечтают застройщики и риэлторы), становится все менее реализуемым.

## Местное:

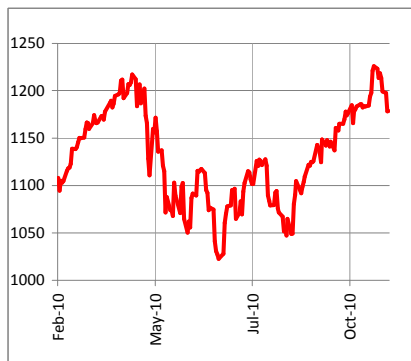
- Пермьстат сообщает, что денежные доходы населения за январь-октябрь 2010 года выросли на 6,5%. Однако реальные располагаемые доходы уменьшились на 0,9%.
- «Пермрегионгаз» меняет свое название на «Газпром межрегионгаз Пермь». Как поясняется, переименование проводится в рамках второго этапа реформирования «Газпрома» и целью является повышение эффективности работы концерна. Правда, как новое название компании повысит ее эффективность, не объясняется.
- «Коммерсант» сегодня пишет, что X5 Retail Group может открыть в Перми гипермаркет. Детали пока не раскрываются. По сведениям газеты, ритейлер присматривается к бывшей автобазе на перекрестке Шоссе Космонавтов и ул. Карпинского. Сейчас этот земельный участок находится в залоге у «Альфа-банка».

## Конъюнктура рынков:

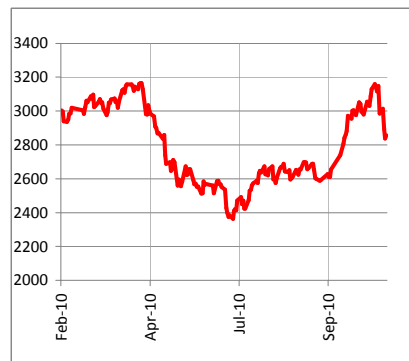
**Индекс PTC**



**Индекс S&P 500**



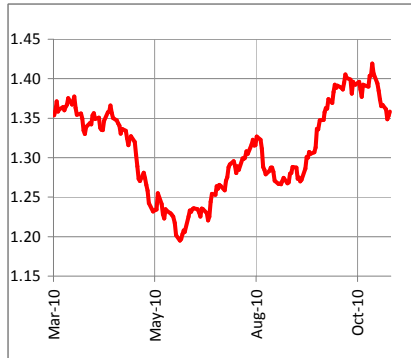
**Индекс Shanghai SE Composite**



**Курс RUB/USD**



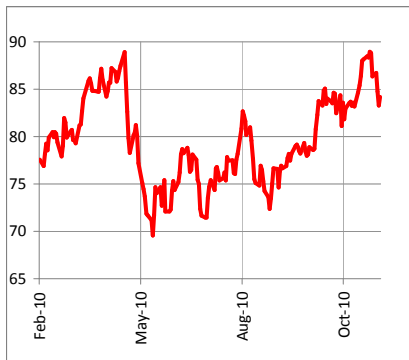
**Курс USD/EUR**



**Курс JPY/EUR**



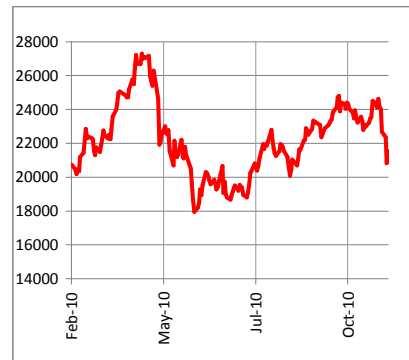
**Нефть Brent, \$/барр.**



**Золото, \$/Oz**



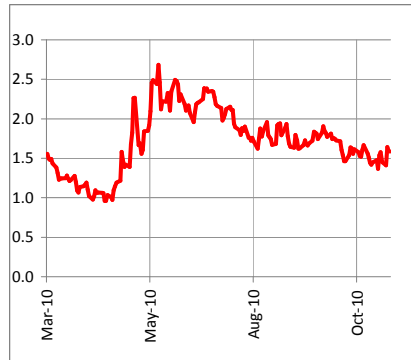
**Никель, \$/тонна**



**Сталь, \$/тонна**



**Спрэд дефолта евробл.RF2030**



**Индекс рублевых облигаций**



\*Включает реинвестирование купонов

	Рын. кап. \$ млн.	Абсолютное изменение, %					P/E		EV/EBITDA	
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года	09	10П	09	10П
НЕФТЬ И ГАЗ										
Газпром	127 851	-0.18	-2.16	3.33	-8.54	-7.83	5.19	4.50	5.15	4.11
Новатэк	25 948	-0.84	-4.30	12.40	68.60	57.09	31.51	20.31	21.95	14.16
Роснефть	72 062	0.08	-2.41	1.27	-18.60	-15.63	10.54	7.03	6.40	4.86
ЛУКОЙЛ	46 872	0.17	-1.98	-3.24	-5.46	1.63	6.69	5.75	3.79	3.56
Газпром нефть	19 273	-0.72	0.71	6.30	-18.41	-22.33	6.40	6.17	5.18	4.62
Сургутнефтегаз	33 840	-0.67	-2.66	-1.97	9.06	10.39	9.21	7.15	-	2.52
ТНК-ВР	32 468	0.23	0.70	1.64	20.28	25.51	6.27	5.19	4.20	3.60
Татнефть	10 384	1.09	-0.31	-0.54	2.57	6.68	6.04	5.96	4.87	4.52
БАНКИ										
Сбербанк	67 156	2.17	-1.10	2.40	32.63	17.00	87.05	15.71	-	-
ВТБ	34 459	0.78	-1.90	11.73	57.25	48.47	-	19.84	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 535	-0.37	-1.56	-0.83	41.08	46.06	15.51	13.50	12.53	7.33
ОГК-2	1 802	0.06	-1.15	3.86	81.73	87.68	52.08	25.64	22.65	12.49
ОГК-3	2 536	-0.60	-1.76	-3.97	14.07	13.99	18.67	26.06	9.61	10.28
ОГК-4	5 344	0.04	0.80	-0.97	66.98	63.68	30.64	19.90	18.84	13.05
ОГК-5	2 910	0.43	0.67	-1.87	8.07	19.85	28.75	23.79	15.38	12.05
ОГК-6	1 385	1.82	2.68	8.23	74.84	79.52	17.93	31.29	11.09	13.16
ТГК-9	1 253	4.17	-1.96	6.67	56.86	60.00	9.97	9.12	7.24	4.49
Русгидро	14 339	-0.58	-1.21	-2.27	35.40	36.71	14.79	11.79	8.89	7.43
ИнтерРАО	4 228	0.00	-1.51	-6.50	52.97	-5.04	-	27.19	-	11.05
ФСК	14 124	-1.65	-2.19	-3.50	-8.67	12.23	-	16.81	-	8.16
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 271	1.15	2.57	1.84	-25.67	-5.53	28.16	25.03	6.75	7.14
МТС	16 324	0.29	-0.37	2.44	11.10	15.51	16.25	9.91	4.69	3.98
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	35 258	0.58	-2.42	4.83	36.18	36.40	13.56	7.51	8.37	5.27
НЛМК	22 620	0.75	3.89	6.37	37.03	28.43	105.18	18.04	17.15	10.18
ММК	11 070	0.86	0.48	7.71	30.04	23.73	47.71	21.28	13.43	8.22
Северсталь	14 083	1.24	-2.72	-5.86	77.62	72.54	-	100.50	20.92	7.41
Мечел	9 943	0.33	-3.10	-1.47	52.73	53.98	134.84	15.49	-	-
Белон	933	-0.35	-1.59	-8.65	37.08	34.75	36.17	8.35	14.18	5.15
Распадская	4 351	-0.49	1.72	-3.21	33.21	19.09	37.32	16.51	17.71	10.52
Полюс золото	10 451	2.94	5.08	7.82	1.39	7.93	32.50	22.19	19.56	13.39
Полиметалл	6 308	-2.09	-2.17	-4.23	76.38	74.70	65.72	38.72	27.87	22.27
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	11 961	3.50	-0.96	24.90	23.32	40.27	41.61	21.07	23.65	14.90
Сильвинит	6 282	0.26	5.23	19.80	16.73	6.16	18.89	12.45	11.26	8.81
Акрон	1 407	1.13	1.08	0.52	3.29	7.30	6.28	9.56	10.72	7.60
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 671	0.23	-0.83	6.25	65.47	42.35	29.94	15.84	9.81	7.00
Седьмой континент	589	-1.68	-2.07	-7.50	-2.76	7.32	16.16	13.63	6.92	6.36
Магнит	9 888	-1.17	0.04	-4.83	96.09	60.72	35.94	29.49	21.35	16.57
ПИК	1 830	1.56	0.89	1.71	-4.20	-6.02	-	2.43	-	-
Система Галс	302	2.78	1.10	2.59	-9.36	-1.05	-	-	-	-
ЛСР	2 778	-0.50	-2.15	-2.87	60.99	45.84	18.69	19.25	7.71	9.02
МИРОВЫЕ РЫНКИ										
		Абсолютное изменение, %								
	Последнее значение	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года				
Индекс S&P	1178. 6	0.02	-3.29	-0.52	6.20	5.69				
Индекс PTC	1562. 8	-0.46	-4.11	-1.28	5.12	8.18				
USD/EUR	1.3 587	0.41	-0.48	-2.87	-9.14	-5.19				
RUB/USD	31. 27	0.14	-2.00	-2.97	-8.17	-3.94				
RUB/EUR	42. 48	-0.20	-1.52	0.01	1.09	1.39				
Золото, \$ Oz	1349. 7	0.93	-3.99	-1.58	17.98	22.86				
Данные Bloomberg										

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.