

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 21 октября 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Сбербанк	97.7	2.4
Уркалий-ао	142.6	1.9
Сбербанк-п	68.19	1.8
Транснф ап	38670	1.2
ВТБ ао	0.094	1
ГМКНорник	5477	1
ММК	28.16	0.6
РусГидро	1.576	0.5
Роснефть	209.5	0.4
Аэрофлот	74.81	0.3
Татнфт Зап	76.85	0.3
Газпрнефть	118.9	0.2
УралСви-ао	1.187	0.2
Магнит ао	3670	0.2
ОГК-5 ао	2.609	0
Ростел -ап	86.98	-0.1
ГАЗПРОМ ао	161.9	-0.2
Система ао	26.45	-0.2
ФСК ЕЭС ао	0.363	-0.3
ЛУКОЙЛ	1746	-0.3
МТС-ао	251.7	-0.3
РБК ИС-ао	35.2	-0.5
ПолюсЗолот	1542	-0.8
Новатэк ао	235.3	-0.9
Татнфт Зао	148.1	-1
Ростел -ао	138.2	-1.1
Сурнфгз	29.74	-1.2
СевСт-ао	448.6	-1.2
Сурнфгз-п	15.19	-1.5
ОГК-3 ао	1.673	-1.9

Изменение индекса ММВБ на 0.2% трудно назвать ростом. Движения были «разнонаправленными», есть положительные и отрицательные изменения.

Из крупных акций выделяются акции «Сбербанка», выросшие до новых максимумов после кризиса, а до исторических максимумов им остается всего порядка 10%. «Сбербанк» - очень прибыльная организация, которая в этом году должна заработать чуть больше \$4 млрд. чистой прибыли с рентабельностью на собственный капитал около 15%. В следующем году консенсус предполагает, что «Сбербанк» заработает \$8 млрд. чистой прибыли с ROE=24% (капитал на конец периода). При текущей капитализации в \$68 млрд. это предполагает форвардный мультипликатор P/E₂₀₁₁=8.5, что выглядит не так дорого. Балансовая стоимость акции составляет 42 рубля, и мультипликатор P/BV=97.7/42=2.3. «Сбербанк» парадоксальным образом выигрывает от кризиса потому, что в период экономических потрясений экономические агенты выбирают безопасность вместо доходов.

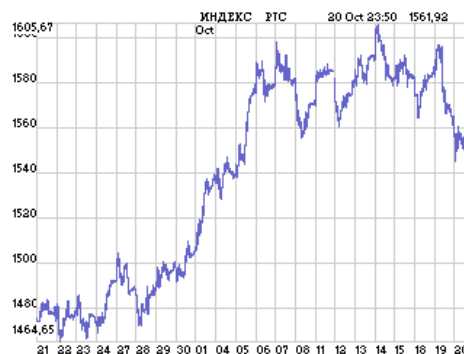
Мы можем посчитать простой коэффициент – стоимость пассивов, для чего надо поделить процентные расходы на валюту баланса (мы знаем, что это не совсем чистое измерение, поскольку не все элементы пассивов являются процентными, такие как собственный капитал, это quick and dirty way, также правильно использовать среднегодовые активы). В 2009-м «Сбербанк» отправил на оплату процентов \$9.87 млрд., при валюте баланса \$236 млрд., что дает стоимость пассивов 4.1%. Теперь сравним это с пермским банком «Урал ФД», процентные расходы баланса – 984 млн.

руб., валюта баланса – 14.2 млрд., что даст стоимость пассивов 6.9%. Разница привлечения составляет 2.8% или «Урал ФД» деньги обходятся на 68% дороже, чем «Сбербанку». Затем банки начинают конкурировать на рынке кредитования, продавая деньги. Здесь ситуация похожа на «идеальную конкуренцию» (теоретическую модель, с которой экономисты любят сравнивать структуру рынка). Когда люди берут кредиты, бренд для них ничего не значит, деньги не пахнут, и кредиты с учетом риска размещаются по примерно одинаковым ставкам. В итоге мы получаем большую рентабельность у «Сбербанка» по основному направлению заработка банка – кредитованию и меньшую рентабельность у «Урал ФД» или любого другого не крупного банка. Процентный спрэд, с которым работают обычные банки, составляет 3-4%, тогда как у «Сбербанка» он больше почти в два раза. Отсюда – большая прибыль, даже если у «Сбербанка» завышенные операционные расходы – огромная процентная маржа все перекрывает.

Нас несколько удивляет, что физические лица продолжают выбирать «Сбербанк» (он имеет чуть меньше 50% всех депозитов в стране, притом, что по активам он чуть больше трети). В стране действует система страхования вкладов, депозиты физлиц до 700 тыс. рублей гарантированы государством. Но традиции и инерция мышления, поддержанные кризисом, приводят к тому, что «Сбербанк» продолжает получать избыточную прибыль. До кризиса мы предполагали, что эта черта бизнеса «Сбербанка» будет уменьшаться, но кризис 2008 года, похоже, будет способствовать сохранению этого (несправедливого на наш взгляд) конкурентного преимущества госбанка. После дефолта 1998 года практически каждая организация открыла счета в «Сбербанке», опасаясь, что ее деньги могут пропасть. В кризис была тенденция переводить текущие средства в «Сбербанк», для которого эти деньги являются бесплатными (или, даже имеют отрицательную стоимость, если учесть комиссии за обслуживание счетов).

Оценка «Сбербанка» в модели дисконтированных денежных потоков в итоге сводится к тому, насколько долго оно будет сохраняться. В свою очередь это транслируется в повышенную отдачу на собственный капитал и повышенный мультипликатор P/BV. С теоретической точки зрения, это можно понять в простой «однофазной модели», где $P/BV = (ROE - g) / (COE - g)$, или в многофазной модели экономической прибыли, где

Рынки накануне:



$P=BV_0+\text{Summ}(PV(BV_i*(ROE_i-COE)))$, где Summ – оператор суммирования, PV – операция дисконтирования, а COE – cost of equity или ставка дисконтирования. Имея большую прибыльность, чем конкуренты в отрасли, большой спрэд между (ROE-COE) «Сбербанк» действительно заслуживает премии по сравнению с другими банками. До кризиса мы предполагали, что эта премия должна быть ниже, кризис заставляет нас думать, что избыточная прибыль «Сбербанка» будет выше, чем мы ожидали.

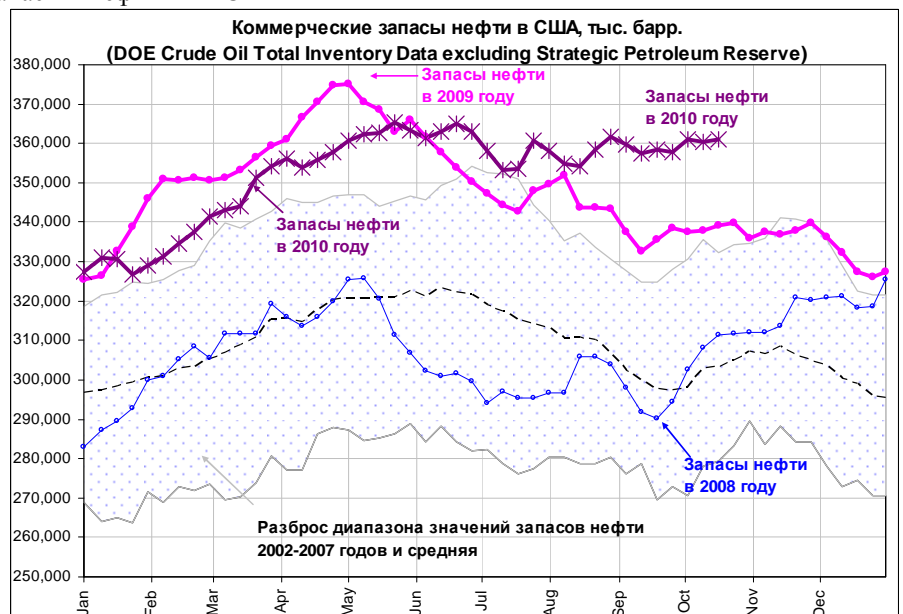
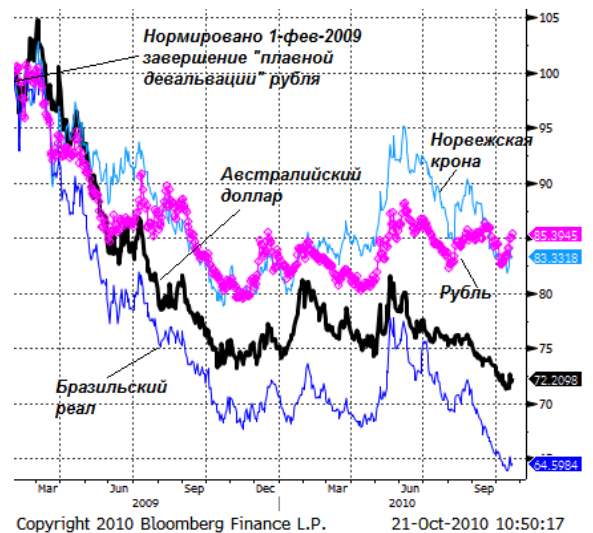
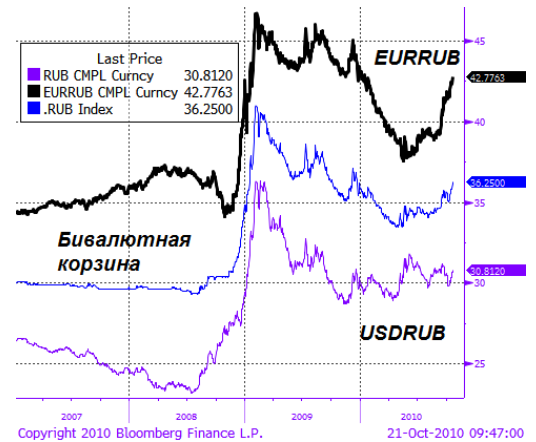
Другая акция, которая показывает рост – «Транснефть-привилегированная». В правительстве обсуждается вопрос о приватизации, новости по которой уже вызывали всплеск котировок. Однако вчера было еще раз заявлено, что правительство не будет продавать 3% обыкновенных акций компании, что возможно, носит негативный характер для судьбы привилегированных бумаг. Продажа обыкновенных акций могла бы способствовать улучшению корпоративного управления в компании в части дивидендов для держателей привилегированных бумаг. Сейчас по ним выплачивается положенные уставом 10% от чистой прибыли, однако чистая прибыль обозначается как неконсолидированная прибыль головной компании и легко манипулируется менеджментом.

Еще одна заметная тенденция – падение рубля, который по бивалютной корзине достиг максимума в этом году. Между тем, вчера другие сырьевые валюты укреплялись к доллару. Примерно с сентября рубль показывает свою собственную жизнь, тогда как, начиная с февраля 2009 года, все прошлые месяцы он двигался примерно синхронно с другими сырьевыми валютами (такими как бразильским реалом или австралийским долларом). Мы продолжаем считать, что это временное отклонение, связанное с локальными перекосами по движению капитала, совершенно не ожидаем «новой девальвации». Рубль ведет себя очень похоже на нефтяную валюту – норвежскую крону.

Одним из факторов, которые влияли на рынки вчера, стало неожиданное повышение ставки в Китае, которое вызвало временный провал котировок нефти в США ниже \$80. Правда, сейчас цены восстановились и находятся на \$83 в США и Лондоне.

Удивительно, что коммерческие запасы нефти в США продолжают бить рекорды, в них не произошло традиционного сезонного снижения. Ранее большие запасы расценивались как признак избытка предложения, но в последние пару лет отклонения запасов от нормы прошлых лет, похоже, перестали рассматриваться как индикатор перекосов рынка.

Китай сегодня опубликовал темпы роста ВВП в 3-м квартале, они составляют 9.6%, инфляция в сентябре находится на 3.6%, максимум с начала кризиса. Повышение ставок в этой стране вполне оправдано – экономика растет быстро, а инфляционное давление нарастает. Похоже, что рынки уже вчера забыли про повышение ставок в Китае, для них это не является проблемой. В конце концов, светлое пятно мировой экономики – Китай – остается светлым.



Вкратце:

- На сегодня запланировано общее собрание акционеров «Норникеля». Однако оно может не состояться, так как брокерская фирма «Фонми и партнеры» подала несколько исков к структурам ГМК и потребовала запретить голосование АДРами «Норникеля» в виде обеспечительной меры. В своем иске брокер требует признать недействительными итоги собрания акционеров от 28 июня. Также «Фонми и партнеры» подал второй иск, в котором оспаривает сделки «дочек» «Норникеля» по продаже акций компании. В качестве обеспечительной меры брокер требует запретить голосовать АДРами. Требование запретить голосовать расписками достаточно странная обеспечительная мера, поэтому мы полагаем, что целью всех исков является дестабилизации ситуации вокруг общего собрания акционеров. Заметим, что запрет голосования АДРами является выгодным для «Русала», так как в расписки конвертированы казначейские акции «Норникеля», которыми голосует менеджмент, и часть доли «Интерроса».
- «Ведомости» пишут, что покупкой Мажейкского НПЗ интересуется «ТНК-ВР» и «Сургутнефтегаз». Напомним, что из-за проблем на нефтепроводе «Дружба» поставки российской нефти на этот НПЗ были сокращены. Вполне возможно, что после того, как российская компания получит долю в этом НПЗ, нефтепровод «Дружба» будет восстановлен.
- «Северсталь» до конца октября может начать IPO своего золотодобывающего подразделения Nord Gold. По нашим оценкам, стоимость этого подразделения может составить \$4-5 млрд. Каким образом будет проходить размещение, пока не раскрывается. На наш взгляд, наиболее оптимальным для акционеров «Северстали» является аналогичный «Норникелю» сценарий, когда все акционеры получили акции «Полюс Золота».
- «Мостотрест» будет размещать акции по \$6,25-8 за бумагу. Исходя из этого диапазона, компания оценивается в \$1,55-1,99 млрд., что близко к текущим котировкам. Организаторы размещения в ходе премаркетинга оценивали компанию дороже: \$2-2,7 млрд. На то они и организаторы, чтобы продать компанию дороже.
- К концу этого года «большая тройка» операторов связи снизит тарифы на роуминг в 1,5-2 раза. Однако снижение коснется пока внутрисоссийского роуминга. Но в ближайшее время российские операторы попробуют договориться с европейскими и американскими операторами о снижении тарифов на роуминг. Однако вряд ли зарубежные операторы пойдут на снижение. Похоже, что антимонопольщикам, которые давно критиковали сотовые операторы за дорогой роуминг, удалось добиться своего. Напомним, что в начале этого года ФАС заявила, что стоимость роуминга у российских операторов превышает тарифы зарубежных компаний в 3-6 раза и завела против них дело.
- Вчера правительство обсудило план приватизации до 2015 года. Всего на продажу планируется выставить 900 предприятий на сумму почти в \$60 млрд. Из крупных объектов, включенных в план, это 15% акций «Роснефти», которые могут быть проданы в 2012-2015 гг., 8% «Русгидро» и 4,11% «ФСК». Однако акции последней компании будут приватизироваться только в том случае, если они подорожают до 50 копеек. Также будут приватизированы 9,3% акций «Сбербанка», 20-25% «ВТБ» и 25% «Россельхозбанка». С 2013 по 2015 гг. планируется продать 25% минус одна акция «РЖД». В списке приватизируемых предприятий не оказалась «Транснефти». Похоже, что в течение ближайших нескольких лет инвесторов ждет несколько крупных IPO.

Местное:

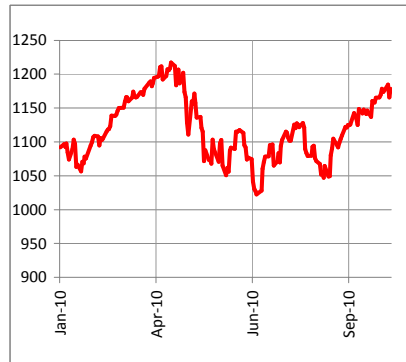
- «ТГК-9» стал владельцем 75% ООО «Пермская сетевая компания». Ранее собственником сетевой компании являлся Basly Management LTD, который аффилирован с «КЭС». Как пишет «Коммерсант» со ссылкой на источники, перевод доли – это корпоративная политика компании объединять в единое юрлицо сбыт, транспорт и генерацию.
- «Соликамский магниевый завод» сообщил о смене собственника 25,53% акций. 18,99% приобрел Samosko Holdings Ltd, а 6,54% - Wadeno Investments Ltd. Ранее эти акции принадлежали Galua Management Ltd и «Вивко Сервис Холдингз Лтд». По сведениям «Нового компаньона», передача акций связана с предпродажной подготовкой завода. Вполне возможно, что покупателем «СМЗ» может стать «ВСМПО-Ависма», который использует магний в титановом производстве.

Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&P 500



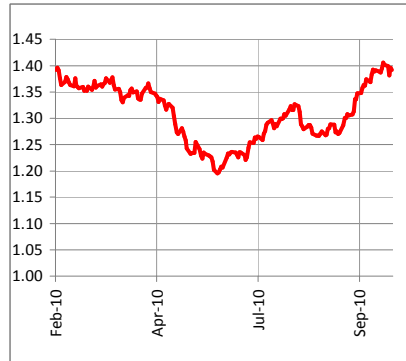
Индекс Shanghai SE Composite



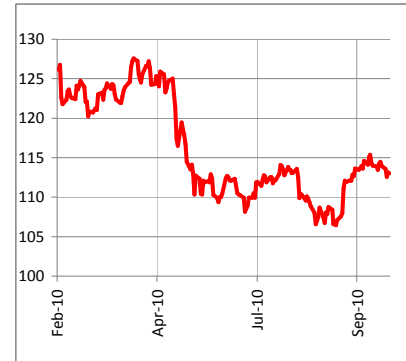
Курс RUB/USD



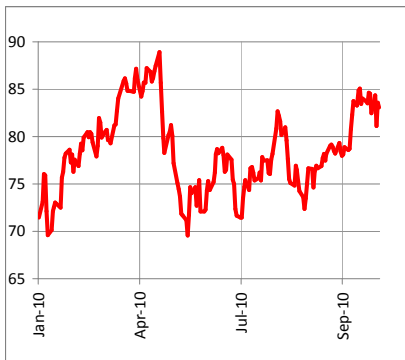
Курс USD/EUR



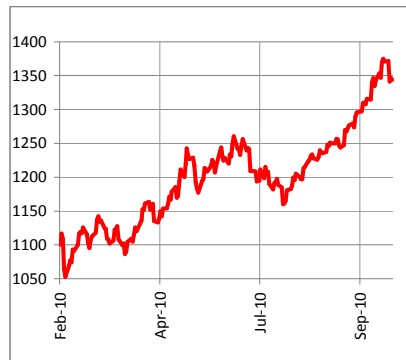
Курс JPY/EUR



Нефть Brent, \$/барр.



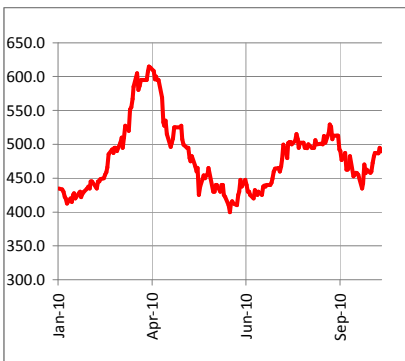
Золото, \$/Oz



Никель, \$/тонна



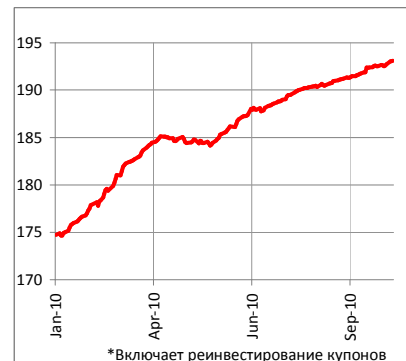
Сталь, \$/тонна



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	124 407	-0.22	-1.74	-0.73	-17.64	-11.62	5.05	4.37	5.08	4.01
Новатэк	23 116	-1.26	-0.37	-1.25	65.56	37.91	28.07	17.06	19.68	12.27
Роснефть	72 095	0.37	-1.51	3.07	-15.26	-16.82	10.54	7.02	6.40	4.87
ЛУКОЙЛ	48 101	-0.63	-2.36	-0.06	-9.52	2.77	6.86	5.83	3.88	3.62
Газпром нефть	18 238	-0.06	-2.08	-0.85	-28.62	-27.57	6.05	5.85	4.98	4.47
Сургутнефтегаз	34 488	-1.16	-3.04	0.61	2.21	10.87	9.39	6.93	-	2.50
ТНК-ВР	31 494	0.48	-3.67	-3.45	11.11	21.74	6.09	5.05	4.09	3.53
Татнефть	10 484	-0.78	-2.10	1.62	3.40	6.14	6.10	5.86	4.92	4.50
БАНКИ										
Сбербанк	68 337	2.21	6.80	16.42	38.59	17.32	88.58	16.09	-	-
ВТБ	31 777	0.86	1.63	5.32	44.42	34.92	-	18.46	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 559	0.19	-3.67	-0.28	39.38	46.20	15.76	13.55	12.80	7.57
ОГК-2	1 782	0.06	-2.84	0.00	64.57	82.88	51.49	27.89	21.96	13.43
ОГК-3	2 574	-1.18	-4.79	5.76	-1.47	13.99	18.95	30.80	10.21	12.58
ОГК-4	5 459	0.76	3.05	-2.41	87.23	64.79	31.30	21.76	19.16	14.56
ОГК-5	2 992	-0.23	-2.76	-2.76	-0.15	21.44	29.56	23.68	15.81	12.27
ОГК-6	#N/A	N/A	-	-	-	-	-	-	-	-
ТГК-9	1 195	2.17	-4.08	-8.29	34.29	50.40	8.97	11.74	-	4.76
Русгидро	14 748	0.25	-2.42	-2.30	38.92	38.56	15.21	11.68	8.98	6.99
ИнтерРАО	4 544	0.41	-1.22	-0.97	49.79	0.57	-	29.22	-	11.99
ФСК	14 493	-1.36	-1.63	-0.55	8.06	13.48	-	16.71	-	8.39
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 286	-0.45	0.30	2.16	-28.23	-6.49	28.29	22.36	6.96	6.67
МТС	16 275	-0.49	0.16	-0.78	13.07	13.49	16.20	9.95	4.68	3.93
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	33 883	0.81	1.30	10.31	28.02	29.17	13.03	7.38	8.03	5.09
НЛМК	20 849	-1.14	-4.52	3.84	25.43	16.65	96.95	15.74	15.86	9.19
ММК	10 234	0.78	-5.37	-1.48	19.17	12.73	44.11	16.44	12.36	7.39
Северсталь	14 685	-1.15	-1.33	4.97	82.24	77.30	-	45.52	21.48	7.60
Мечел	9 994	-1.01	0.50	-1.76	42.54	52.53	135.53	13.17	25.53	8.76
Белон	1 019	-0.73	-1.73	0.26	33.94	45.11	39.53	8.80	15.52	5.54
Распадская	4 481	-0.03	2.13	12.35	40.11	20.85	38.43	16.38	18.12	10.25
Полюс золото	9 543	-0.86	-2.69	10.98	-9.12	-2.88	29.67	18.48	-	-
Полиметалл	6 567	-1.58	-3.93	9.08	90.00	79.22	68.42	28.55	28.91	16.62
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	9 838	1.89	-0.15	-0.34	0.15	13.70	34.23	18.51	19.32	12.43
Сильвинит	5 384	1.48	-1.12	5.96	19.85	-10.33	16.19	10.46	9.85	7.67
Акрон	1 438	1.01	1.84	2.53	11.30	8.01	6.42	9.68	10.97	7.53
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 699	0.43	7.77	13.78	62.44	41.75	30.25	15.47	9.76	6.33
Седьмой континент	622	-1.64	-9.67	4.74	-5.41	11.60	17.06	14.11	7.64	6.45
Магнит	10 596	0.14	3.33	4.24	111.61	69.72	38.51	31.90	22.86	17.76
ПИК	1 814	0.48	-2.53	-10.11	-10.43	-8.18	-	-	-	-
Система Галс	293	0.27	-1.57	-4.59	-17.60	-5.38	-	-	-	-
ЛСР	2 835	-0.72	-1.98	-1.05	49.90	46.69	19.08	19.64	7.83	9.16
МИРОВЫЕ РЫНКИ										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года				
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.					
Индекс S&P	1178.2	1.05	0.01	3.37	8.95	5.66				
Индекс РТС	1561.9	0.33	-1.58	5.66	7.97	8.12				
USD/EUR	1.3 915	-0.33	-0.99	5.99	-7.31	-2.90				
RUB/USD	30.81	-0.46	-2.40	0.78	-5.58	-2.52				
RUB/EUR	42.77	0.11	-1.15	-4.66	2.13	0.70				
Золото, \$ Oz	1343.75	-0.19	-2.26	5.52	26.51	22.31				
<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.