

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 21 декабря 2010 г.

Лидеры изменения в индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ПолюсЗолот	1882	2.5
ФСК ЕЭС ао	0.364	0.6
Роснефть	220.1	0.5
МТС-ао	257.74	0.5
Новатэк ао	306.63	0.4
Сургнфгз-п	15.542	0.3
Система ао	25.763	0.3
ОГК-5 ао	2.83	0.2
Ростел -ап	82.2	0.2
Сургнфгз	30.57	0.1
ГАЗПРОМ ао	194.03	0.0
Газпрнефть	128.14	-0.1
Сбербанк	105.6	-0.1
РусГидро	1.639	-0.1
Татнфт Зао	149.74	-0.2
Аэрофлот	80.57	-0.2
Транснф ап	41410	-0.2
ГМКНорник	6678	-0.3
ВТБ ао	0.1029	-0.4
Сбербанк-п	76.59	-0.4
СевСт-ао	509	-0.5
Татнфт Зап	83.45	-0.6
Ростел -ао	146	-0.8
УралСви-ао	1.45	-0.9
ОГК-3 ао	1.681	-1.1
ЛУКОЙЛ	1743	-1.1
Магнит ао	3910	-1.1
Уркалий-ао	212.48	-1.2
РБК ИС-ао	42.7	-1.6
ММК	32.05	-2.7

Вчерашний день принес небольшие колебания рынку акций, индекс ММВБ показал -0.2%, на все еще средних оборотах в 35 млрд. руб. Акции по всему миру находятся вблизи посткризисных максимумов. Минувшей ночью рынки США слегка выросли, что позволило S&P500 (+0.25%) закрыться на рекордной отметке за последние 2 года.

Долговая проблема Европы, похоже, перестает влиять на мировые рынки. Если летом было ощущение, что она способна стать катализатором «второй волны», то сейчас ситуация стабилизировалась. При этом нельзя сказать, что проблема улеглась. Справа приведены данные по крупнейшей стране из когорты PIIGS – Испании. Это спред дефолта 10-ти летних облигаций к аналогичным облигациям Германии, а также их графики доходности.

Прямолинейное рассмотрение спреда может вводить в заблуждение, поскольку «безрисковая» доходность Германии, возможно, является

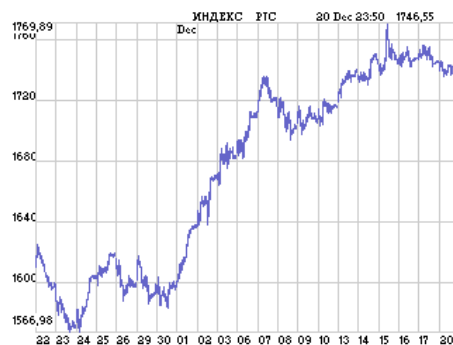
заниженной. На уровнях около 2% годовых в конце лета номинальная доходность к погашению соответствовала официальной цели по инфляции ЕЦБ и предполагала нулевую реальную доходность. Вряд ли инвесторы будут терпеть такую отдачу долго. В последнее время происходит нормализация уровней, но даже на уровнях в 3% годовых германские 10-ти летние облигации дают ожидаемую реальную доходность порядка 1%. После краха золотого стандарта и периода высокой инфляции 70-х, рынки облигаций в развитых странах с устойчивой инфляцией приносили большую реальную доходность ближе к 3%.

Можно считать, что аномально низкие доходности по 10-ти летним облигациям США (3.3%), Германии (3%), Великобритании (3.5%) отражают процесс «тезаврации», бегства за качеством, связанный с кризисом. В эту же логику вписывается золото и его рекордная номинальная цена. Активов считающихся «безрисковыми» в мире не так много, а сейчас на них сохраняется повышенный спрос. При этом мы видим низкие цены по историческим меркам на рискованные активы, такие как облигации развивающихся стран или акции – это другая сторона той же самой медали. Можно ожидать, что по мере затухания кризиса будет наблюдаться обратный процесс, нормализация «безрисковых» облигаций, снижение их цены, и рост рискованных активов. При желании можно называть высокие цены 10-ти летних немецких бумаг «пузырем», как и наблюдаемые цены на золото.

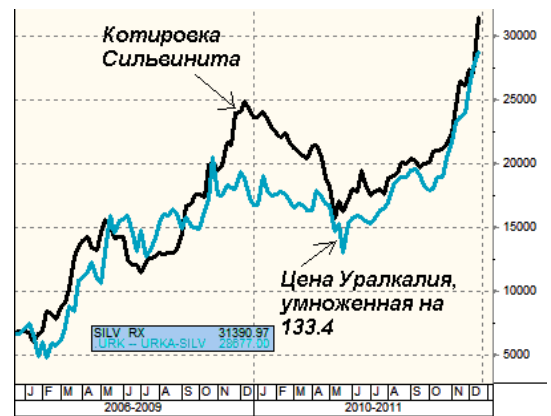
Вчера на российском рынке было несколько важных событий, связанных со слиянием «Уралкалия» с «Сильвинитом», новости о продаже 8% казначейских акций «Норникелем».

По калийным компаниям новость была вполне ожидаемой, чуда не случилось и «Сильвинит» был оценен довольно дешево. По большому счету, коэффициенты обмена были оценены по рынку, если не считать пятничного взлета обоих классов акций «Сильвинита». Это был нулевой вариант, не предполагающий больших выигрышей или проигрышей, если ориентироваться на наблюдаемые в прошлые дни цены рынка.

Рынки накануне:



Обыкновенные акции «Сильвинита» были оценены в 133.4 акции «Уралкалия», а привилегированные в 51.8 штуки. Соответственно, «префы» были оценены в 38.8% от обыкновенных, что и наблюдалось на рынке перед слиянием. Справа на графике сравнивается цена «Сильвинита» с ценой «Уралкалия», помноженной на заявленный коэффициент в 133.4. Возможно, «Сильвинит» в некоторые моменты времени имел фору, но она не была принципиальной.



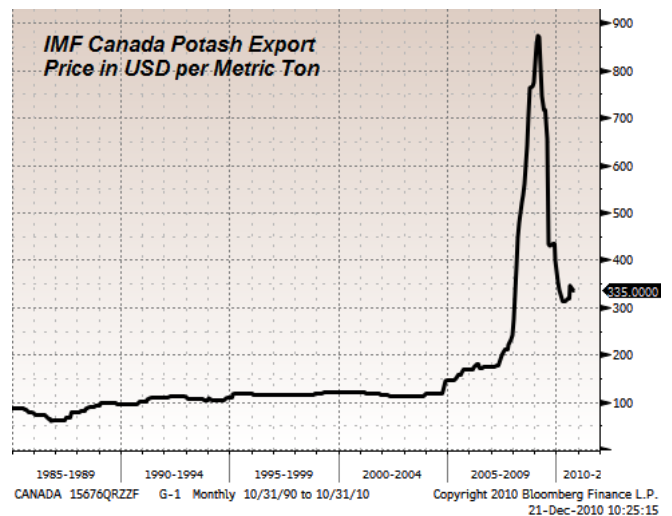
«Уралкалий» сообщает, что выпускает 1.2 млрд. акций, что составляет 56% от имеющихся бумаг. Для обмена обеих классов акций «Сильвинита» требуется 0.97 млрд. акций, только 46%, поскольку сообщалось, что «Уралкалий» также выкупает 20% «Сильвинита» у ВЭО «Открытие» за \$1.4 млрд. (этот пакет продал Рыболовлев, «Открытие» был транзитным приобретателем).

В дальнейших расчетах мы будем исходить из второго сценария, предполагая, что понадобится только эмиссия в 0.97 млрд. бумаг «Уралкалия». Общая сумма сделки по ценам вчерашнего закрытия составляет \$8.09 млрд. – это капитализация «Сильвинита». «Уралкалий» имеет капитализацию в \$14.65 млрд. и очевидно, что акционеры этой компании относительно выигрывают. Обе компании имеют примерно одинаковые мощности, а разница в чистой долговой позиции составляет \$1.2 млрд. не в пользу «Сильвинита». На этом основании можно сказать, что дисконт в оценке последней компании составил $(\$8.09 + \$1.2) / \$14.65 - 1 = 63\%$.

Суммарная капитализация обеих компаний составит \$21.3 млрд., это примерно 11-е место по капитализации в России, опережающая такие компании как «Газпромнефть» или «МТС» и чуть меньше НЛМК. Справа в таблице приведены сравнительные показатели компании. По мультипликаторам P/E объединенную компанию нельзя назвать слишком дешевой, ни в абсолютном выражении (p/e_2011=15.5, лучше бы видеть ниже 10), ни сравнительно с конкурентами.

	2010	2011
Чист.приб. Уралкалия, млн.дол	567	785
Чист.приб. Сильвинита, млн.до	447	592
Итого (сумма)	1014	1377
P/E, млн.долл.Уралкалия	32.8	24.7
P/E Сильвинита	18.1	13.7
P/E объединенной компании	21.0	15.5
P/E Potash Corp	24	16
P/E Intrepid	66	24

Стоимость калийных компаний остается функцией от ожидаемых цен на калий. Справа приведена эволюция цен за длительный промежуток времени. Калий традиционно стоил дешево, благодаря переинвестированию в отрасли. Сначала канадские производители обеспечивали избыточное предложение. Затем они картелизовались в Canpotex и начали регулировать сбыт страны. Но после развала СССР белорусский и российский калий вывалился на мировой рынок и привел к сохранению ценовой депрессии. Прибыли в отрасли традиционно были низкими, так что последняя шахта, построенная в мире, была в СССР в 1987 – это рудник «Уралкалия».



Взлет цен в 2007-2008-м был связан со сменой парадигмы – рынок покупателя превратился в рынок продавца, когда растущий спрос с развивающихся стран – Бразилии, Китая и Индии – выбрал избыточный объем предложения. Если

предположить, что история с дефицитом повторится, то при цене сбыта порядка \$1000 за тонну (это дороже, чем, скажем, холоднокатаная сталь за тонну), объединенный «Уралкалий» может выйти на прибыль порядка \$7 млрд. в год (годовой выпуск 11 млн. тонн, порядка \$200 издержки производства и транспорта на тонну). При такой прибыли, мультипликатор p/e будет близок к 3, что конечно, дешево. Остается только вопрос в том, повторится ли история 2008 года, и как долго цены на калий останутся высокими. Мы не сомневаемся, что они не удержатся слишком долго на уровнях \$1000+/тонну и упадут на более нормальные уровни, которые, похоже, выше наблюдавшихся десятилетиями \$100+/тонна и «нормальными» следует считать диапазон порядка 300-500, поскольку он обеспечивает «нормальную» отдачу на инвестиции. Правда, строительство новых шахт требует много времени, порядка 7-ми лет, и если дефицит в это время будет сохраняться, то калийная отрасль успеет сорвать неплохой куш. Текущие котировки «Уралкалия» сейчас находятся посередине между состоянием цен калия «статус-кво» и возможным новым взлетом цен. Можно делать ставки на тот или иной сценарий.

Вкратце:

- «АвтоВАЗ» сообщил, что по итогам 2010 года ожидает заработать 1,5 млрд. рублей прибыли по РСБУ. Выручка компании ожидается в 140 млрд. рублей, что на 67% выше показателя годичной давности. Заметим, что прогнозные результаты рассчитаны по РСБУ и поэтому не являются показательными.
- Агентство S&P поставило рейтинги «Норникеля» на пересмотр с негативным прогнозом. Это вызвано тем, что компания намерена выкупить собственные акции, принадлежащие «Русалу». Действия агентства скорее являются формальными: должны же они отреагировать на то, что для выкупа 25% собственных акций «Норникель», скорее всего, будет использовать заемное финансирование.
- «Норникель» начал собирать \$12 млрд. на покупку 25% собственных акций. Для этого «Норникель» решил продать 8% квазиказначейский пакет международному трейдеру Trafigura (в некоторых СМИ сообщается, что будет продан весь 8,54% квазиказначейский пакет). Сделка не требует разрешения от регулятора, так как Trafigura не собирается увеличивать долю в «Норникеле» до 10%. Также трейдер взял на себя обязательства не продавать бумаги до середины следующего года. Официально, продажу 8% пакета акций ГМК объяснил «укреплением деловых отношений» с Trafigura, а выручка (порядка \$3,3 млрд.) будет направлена на общекорпоративные цели. Скорее всего, «Норникель» хочет улучшить предложение «Русалу» по выкупу собственных 25% акций. Напомним, что на прошлой неделе «Норникель» сделал предложение выкупить русаловский пакет за \$12 млрд.
- PepsiCo, не дождавшись одобрения на поглощение «Вимм-Билль-Данна», начал скупать акции с рынка. Компания уже выкупила 7,7% акции в виде ADR, потратив на это \$432 млн. В среднем одна расписка обошлась компании в \$31,8 или \$127,2 в расчете на акцию. Это на 7,7% выше вчерашних котировок на ММВБ. Скорее всего, PepsiCo покупает более дорогие расписки из-за того, что в России нет ликвидности. Напомним, что недавно PepsiCo заявила о своих намерениях купить 66% «ВБД» за \$3,8 млрд., после чего последует оферта миноритариям по той же цене (\$132 за акцию).
- «Газпром» продал 9,4% акций «Новатэка» «Газпромбанку». Сообщается, что пакет будет продан по рыночной цене. Таким образом, за 9,4% пакет акций «Газпром» мог выручить \$2,6 млрд. Скорее всего, этот пакет был куплен в интересах крупнейшего акционера – Г. Тимченко, которому уже принадлежит 23% акций «Новатэка».

Местное:

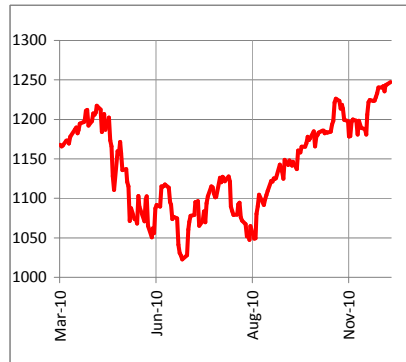
- Портал «Квадратный метр» пишет, что в Перми в ноябре цена вторичного жилья снизилась на 1% и составила 35 тыс. рублей за кв. метр. В соседнем Екатеринбурге стоимость метра выросла на 0,3% до 53,6 тыс. рублей. Таким образом, с начала года вложения в пермскую недвижимость принесли околонулевую доходность.
- «Уралкалий» и «Сильвинит» заключили контракты на поставку хлористого калия «Акрону» и «Минудобрениям». В течение следующего года обе компании в общей сложности поставят российским «сложнякам» более 760 тыс. тонн калия. Цены поставок не раскрываются, однако уточняется, что соглашения заключены в соответствии с правилами недискриминационного доступа к приобретению хлористого калия (примерно \$184 за тонну).
- «Минеральные удобрения» выплатило дивиденды из нераспределенной прибыли 2008 года и прибыли 2009. Всего на дивиденды будет направлено 1,1 млрд. рублей или 702 рубля в расчете на одну акцию.

Конъюнктура рынков:

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



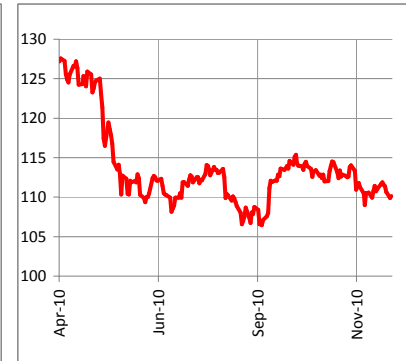
Курс RUB/USD



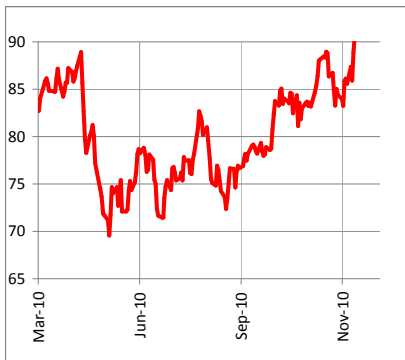
Курс USD/EUR



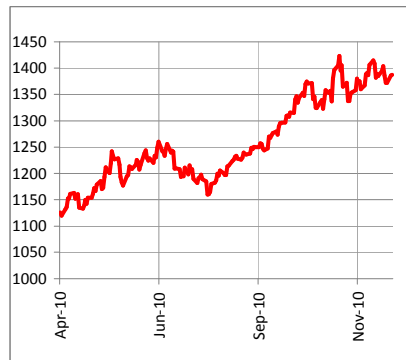
Курс JPY/EUR



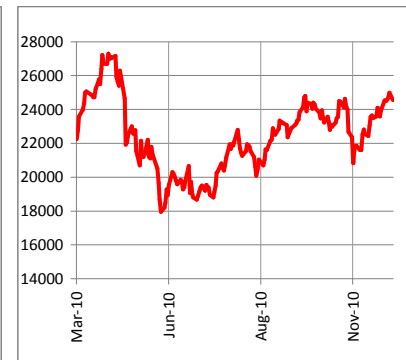
Нефть Brent, \$/барр.



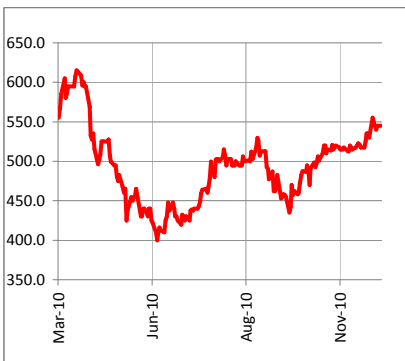
Золото, \$/Oz



Никель, \$/тонна



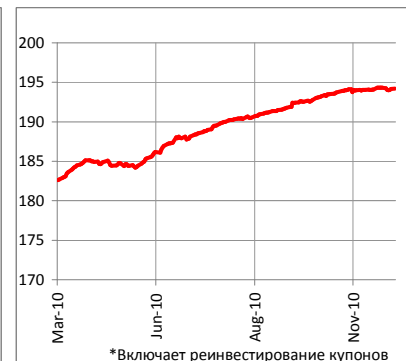
Сталь, \$/тонна



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	149 093	-0.11	-0.78	12.97	5.59	5.94	6.05	5.31	5.77	4.62
Новатэк	30 148	0.13	2.92	12.31	79.46	79.91	36.61	23.56	25.61	16.68
Роснефть	75 683	0.63	-1.37	2.41	-13.64	-12.66	11.07	7.49	6.62	5.04
ЛУКОЙЛ	48 151	-1.05	-0.95	-0.01	4.66	2.91	6.87	5.66	3.94	3.61
Газпром нефть	19 716	-0.28	-3.04	0.94	-21.93	-21.68	6.54	6.02	5.21	4.44
Сургутнефтегаз	35 509	0.25	1.51	2.81	13.23	14.18	9.67	7.68	-	2.45
ТНК-ВР	40 492	-	-	23.01	56.34	56.52	7.82	6.52	5.13	4.40
Татнефть	10 594	-0.09	1.70	-0.31	5.53	7.29	6.16	6.25	4.89	4.66
БАНКИ										
Сбербанк	73 859	-0.19	-1.83	6.89	29.78	26.83	95.74	15.52	-	-
ВТБ	34 959	-0.39	0.49	-0.48	44.06	48.47	-	21.19	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 666	-0.43	0.35	6.78	52.32	56.25	16.83	17.92	13.79	8.96
ОГК-2	1 880	-0.78	-1.67	2.91	87.50	93.02	54.33	24.31	23.14	13.47
ОГК-3	2 585	-1.06	0.60	0.48	10.69	14.54	19.03	56.74	10.19	19.89
ОГК-4	6 426	3.32	1.82	13.76	95.21	94.01	36.84	22.65	22.81	14.81
ОГК-5	3 236	-0.28	-0.21	4.72	23.25	31.41	31.97	24.99	16.68	12.24
ОГК-6	1 392	-0.30	-0.75	0.15	69.73	77.91	18.03	36.52	11.17	13.70
ТГК-9	1 221	-2.04	-2.04	-4.00	50.59	53.60	9.71	8.78	7.04	4.35
Русгидро	15 343	-0.30	0.12	4.53	41.57	44.19	15.82	11.95	9.27	7.49
ИнтерРАО	4 553	0.41	-0.61	6.30	-1.02	0.78	-	33.57	-	12.94
ФСК	14 529	0.28	0.28	1.11	0.55	13.79	-	17.35	-	8.09
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 447	-0.67	0.28	4.08	-6.01	-1.89	29.67	10.30	7.04	3.63
МТС	16 666	0.41	1.45	0.58	12.24	16.25	16.59	10.32	4.77	4.16
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	41 319	-0.32	0.77	12.70	58.21	57.56	15.89	8.47	9.70	6.00
НЛМК	26 765	-1.79	2.95	13.22	47.21	49.79	124.46	21.42	20.08	11.96
ММК	11 626	-2.42	-4.91	3.16	20.83	28.09	50.11	22.70	14.07	8.64
Северсталь	16 644	-0.43	0.14	12.05	95.97	101.00	-	107.64	23.45	8.34
Мечел	11 682	0.68	2.94	14.45	75.81	78.33	158.42	18.55	28.15	9.89
Белон	950	-1.32	-1.05	-1.01	30.11	35.23	36.83	8.78	14.46	5.45
Распадская	5 254	-1.70	3.71	17.90	45.32	41.76	45.06	19.36	21.20	12.38
Полюс золото	11 628	2.30	1.86	8.42	15.64	18.37	36.16	25.03	21.76	15.26
Полиметалл	7 391	-2.01	1.22	13.03	91.52	101.76	77.00	41.03	32.48	24.38
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	14 657	-1.08	4.78	20.14	63.91	69.43	50.99	24.78	28.78	18.07
Сильвинит	6 931	-13.04	0.60	3.42	11.42	15.47	20.84	13.45	12.20	9.82
Акрон	1 704	-1.09	9.59	18.05	27.93	28.07	7.61	10.16	12.08	7.86
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 904	-0.01	-1.94	1.79	71.92	52.56	32.55	15.97	10.36	7.24
Седьмой континент	604	-0.32	0.17	-1.70	9.60	8.44	16.57	14.12	7.04	6.52
Магнит	11 268	-1.33	-3.54	9.70	81.16	80.54	40.95	33.59	24.12	18.73
ПИК	2 138	1.39	3.31	16.03	11.88	8.22	-	2.84	-	-
Система Галс	357	1.75	1.68	7.88	8.55	15.32	-	-	-	-
ЛСР	3 429	0.37	-0.38	19.56	82.10	77.47	23.08	23.76	9.06	10.61
МИРОВЫЕ РЫНКИ										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года				
Индекс S&P	1247.1	0.25	0.53	3.95	11.94	11.84				
Индекс РТС	1746.6	0.44	0.04	9.09	22.53	20.90				
USD/EUR	1.3 169	0.36	-1.81	-3.08	-7.99	-8.11				
RUB/USD	30.82	-0.02	-0.62	1.13	-1.00	-2.55				
RUB/EUR	40.58	-0.33	1.26	4.33	7.62	6.14				
Золото, \$ Oz	1387.4	0.06	-1.14	2.47	26.80	26.29				

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.