

Оперативный обзор фондового рынка

понедельник, 24 января 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ФСК ЕЭС ао	0.401	4.2
Татнефт Зап	93.37	4.0
Уркалий-ао	236.3	3.6
ВТБ ао	0.111	3.0
ОГК-5 ао	2.818	2.9
Татнефт Зао	165.7	2.8
ММК	35.99	2.2
Роснефть	246.9	2.0
ЛУКОЙЛ	1931	2.0
Система ао	29.48	1.6
ГМКНорник	7500	1.1
ОГК-3 ао	1.625	0.9
УралСви-ао	1.507	0.9
Аэрофлот	79.5	0.9
Сургнафгз	34.46	0.8
Газпромнефть	135.3	0.8
Новатэк ао	325	0.6
Ростел-ап	85.82	0.6
Сбербанк	105.6	0.4
Транснф ап	39710	0.4
МТС-ао	259.5	0.2
Сургнафгз-п	16.68	0.2
Ростел-ао	168.5	0.0
РусГидро	1.6	-0.4
СевСт-ао	568	-0.5
ПолюсЗолот	1745	-0.5
Сбербанк-п	72.43	-0.6
Магнит ао	4149	-0.7
ГАЗПРОМ ао	192.7	-0.8

Пятница остановила начавшуюся было коррекцию на российском рынке. Акции смогли выкарабкаться из минусов (-0.6% по индексу ММВБ, до -2% по отдельным акциям) в положительную зону, закрывшись +0.8%. Большой коррекции пока не получилось и, похоже, не получится.

В числе неудачников «Газпром», «Сбербанк» и «Транснефть-прив», которые можно назвать «олигархическими» бумагами, скупавшимися перед кризисами на кредитные деньги. Можно спекулировать на тему продаж Батуриной, но это, конечно, догадки на отсутствии информации, которые могут быть ложными. Мы полагаем, что недостаточная динамика «Газпрома» не может быть вечной и неминуемо сменится ростом. Акции «Татнефти» выросли до нового посткризисного максимума.

Среди лидеров неожиданно оказались акции ФСК, выросшие до 40 копеек. Можно сослаться на повышение рекомендации до «покупать» от Citigroup с целью в 50 копеек. Компания сейчас торгуется с мультипликатором 6-7 по ожидаемой прибыли 2012/13 годов. Правительство повышает тарифы на передачу энергии, двигаясь по принципам тарифообразования RAB (regulatory asset base). Будущее этой компании в части прибыльности и денежных потоков просматривается лучше, чем по какой-либо другой бумаге на российском рынке. Нам как аналитикам чрезвычайно просто построить финансовую модель компании.

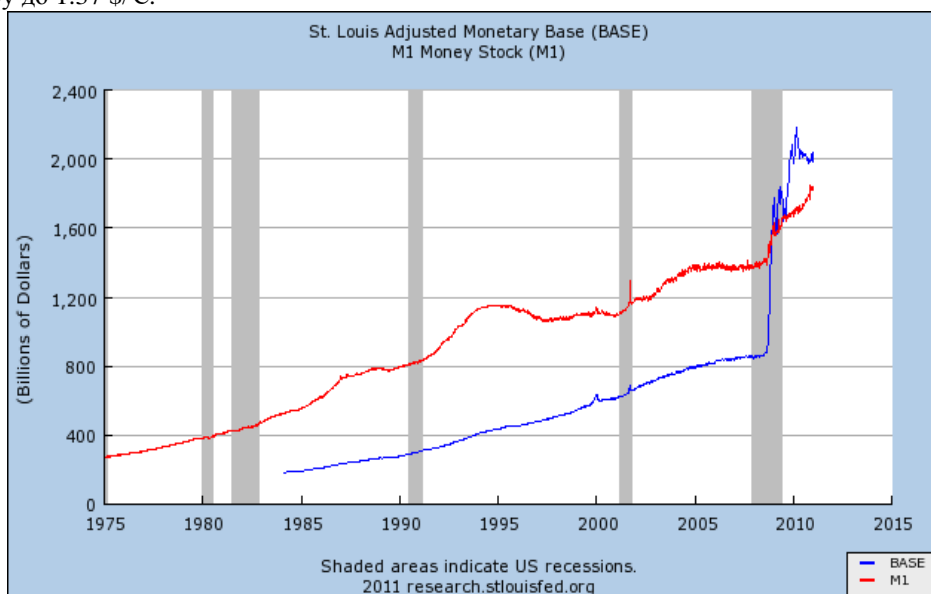
Кроме этого, номинал компании составляет 50 копеек. По нашим (странным) российским законам размещение акций дешевле номинала запрещено, так что государство некоторое время выкупало допэмиссию по этой цене. В планах правительства приватизация небольшого пакета ФСК (79.1% можно продать до 75%), но чиновники не будут продавать по цене ниже 50 копеек. Мы оптимистично смотрим на будущее ФСК, оценивая ее в 70 копеек.

Цены на нефть остаются на прежнем уровне (\$98.1 в Лондоне), рубль застывает на 29.9 руб./\$, несмотря на заметное укрепление евро к доллару до 1.37 \$/€.

Сегодня мы хотели бы еще раз обсудить монетарную политику США, которая вызывает столько споров. Есть мнение, что ФРС печатает слишком много денег, что чревато инфляцией и падением доллара.

Следует сначала разобраться с понятием «печатать деньги». Дело в том, что экономисты не могут ответить на вопрос, сколько денег в экономике. Да, существуют различные агрегаты и измерения, но ни одно из них не является точным. На графике выше приведены две линии – монетарная база и М1 (каждый может построить такой график в

Рынки накануне:



системе FRED на сайте сейнтлуисовского подразделения Федерального резерва). Монетарная база, если чуть упростить, это «первичные» выпущенные ФРС доллары, наличные на руках населения и бизнеса и в кассах банков. Плюс безналичные доллары, именуемые «банковскими резервами». Эти безналичные находятся на корсчетах ФРС, технически принадлежат только банкам, и, в свою очередь, делятся на обязательные резервы и избыточные резервы. Монетарная база сильно возросла в ходе кризиса, что видно на графике – с \$800+ млрд. до \$2 трлн. сейчас. Казалось бы, да, ФРС напечатала деньги.

Оставим пока за скобками, почему ФРС это сделала, хотя это сама по себе интересная тема. И посмотрим на поведение агрегата M1 (монетарная база не считается «агрегатом»). Этот показатель не показывает столь бурного роста, как монетарная база, и остается, скорее, в общем историческом тренде. Агрегат M1 представляет собой все «быстрые» доллары, которые держат экономические агенты. Это также наличные доллары на руках (кроме касс банков), плюс все текущие долларовые счета экономических агентов (в США текущие счета именуют «чековыми»). Сюда не входят срочные депозиты, которые входят в M2, график которой мы не приводим, но он также растет «в тренде», подобно M1.

Оказывается «напечатанные» ФРС доллары не оказали существенного влияния на широкие измерения денежных агрегатов в США. А именно агрегаты, скорее, отражают понятие «деньги», совсем не денежная база. Небольшое ускорение в 2009-м и 2010-м пока можно считать «нормальным». В своих ежедневных записках мы не раз рассуждали о термине «тезаврация», характеризующем склонность экономических агентов накапливать ликвидные активы, прежде всего деньги и доллары США в период кризиса.

Допустим, российский бизнес под влиянием кризиса желает держать больше долларов, чем это было перед кризисом, будь это из предосторожности или спекулятивного желания заработать на падении рубля. Это вызывает повышенный спрос на доллары и даже вызывать их некоторый дефицит (который можно оценить через ставку процента). ФРС, действуя на упреждение, действительно выпустила больше «банковских резервов», чтобы предотвратить нежелательный рост процентных ставок и насытить эффекты тезаврации. Не следует забывать, что ФРС приходится «печатать» доллары не только для американских агентов, но и для зарубежных компаний, коль скоро доллар – основная расчетная единица в международных расчетах. Некоторое ускорение M1 после кризиса можно считать нормальным, компенсирующим мировую тенденцию держать больше долларов. В противном случае, доллар был бы в большем дефиците и это могло бы негативно повлиять на экономическую активность в мире.

Несмотря на объявленную в ноябре программу по «quantitative easing – 2», огромного расширения денежной базы в США не происходит. Более того, сегодня в Bloomberg опубликована статья с рассуждениями, что в этом году Бен Бернанке и его коллеги могут сместить фокус с разрыва по безработице (наблюдаемой по сравнению с «естественным уровнем») к торможению экономики и темпам экономического роста. Широки ожидания, что в первом полугодии США покажут бурный рост, инфляция может начать подниматься (как она растет в Еврозоне), и ФРС неминуемо начнет цикл повышения ставок. Середина года – это вероятное время, когда разговоры об этом начнутся и когда Бернанке может приблизиться к моменту изъятия избыточных резервов из банковской системы. В настоящее время эти избыточные резервы не идут в экономику, а пролеживают на счетах, но это не может длиться вечно. Рано или поздно они будут изъяты.

В этой связи мы бы не ожидали большой инфляции в США. Справа на графике приведена подразумеваемая облигационным рынком инфляция в США на 10-ти летний период в будущем. Технически, это разница в доходности обычных 10-летних казначейских облигаций и 10-ти летних бумаг того же Минфина США, индексируемых на инфляцию. Если инвесторы рынка облигаций верно оценивают будущее, то



никаких ожиданий инфляции нет. В кризис был временный провал графика, что объясняется меньшей ликвидностью TIPS (тот же эффект тезаврации, гонка за ликвидностью), но эта девиация быстро прошла. Инвесторы не ожидают ничего плохого с инфляцией в США, что до кризиса, что после, они ожидают инфляцию в районе 2%. На деле, это есть традиционный ориентир «таргетирования инфляции» в развитых странах.

Другое дело, если мы будем обсуждать не инфляцию потребительских товаров, а инфляцию цен активов, таких как цены на акции, недвижимость, землю и, возможно, товарные рынки (хотя в последнем мы немного сомневаемся). В кризис цены активов значительно упали и до сих пор вряд ли можно сказать, что они вернулись к «нормальным» уровням. Те же акции могут продолжать восстанавливаться в цене, как это могут делать, скажем, рискованные облигации, которых так чурались инвесторы в кризис. Могут восстанавливаться в цене неликвидные активы, коль скоро эффекты тезаврации будут стихать. Иными словами, в кризис доллары были в цене за счет их роста к ценам менее ликвидных активов, сейчас продолжается обратная тенденция, которая сейчас уже ближе к завершению. К тому моменту, когда активы восстановятся, и экономика США встанет на устойчивые рельсы, мы ни на минуту не сомневаемся, ФРС изымет избыточную ликвидность.

Идея, что ФРС напечатала деньги, чтобы профинансировать долг США нам кажется изначально неверной. Можно просто сравнить размеры внутренних долгов США (близко к \$50 трлн.) с величиной «напечатанного» в кризис (около \$1 трлн.) чтобы понять, что это несопоставимые цифры.

В ходе дискуссии о монетарной политике США многие забывают, что происходит в России. А у нас денежная база удвоилась за время кризиса, она составляла 4.3 трлн. в январе 2009 года и по итогам декабря составила 8.2 трлн. рублей.

В эту среду начинается форум в Давосе, который, похоже, пройдет в очень оптимистической обстановке, в отличие от тусовок предыдущих двух лет. Так, сегодня в Блумберг можно найти статью про начинающийся «суперцикл» роста, который случится в третий раз после Промышленной революции, который будет поднимать все экономики одновременно (основой статьи стал аналитический отчет Standard Chartered). Статья рассказывает, что бизнес будет возвращаться к нормальному функционированию, Китай обгонит США к 2020 году.

Джон Мейнард Кейнс назвал подобную тенденцию экономических агентов менять настроения с крайнего оптимизма до пессимизма и обратно “animal spirits”. Это главный двигатель экономического цикла. Период депрессивных ожиданий, похоже, заканчивается, идея «суперцикла» не так и глупа, хотя вряд ли движение наверх будет прямолинейным. Но мы вполне оптимистичны и разделяем идею, что худшее позади.

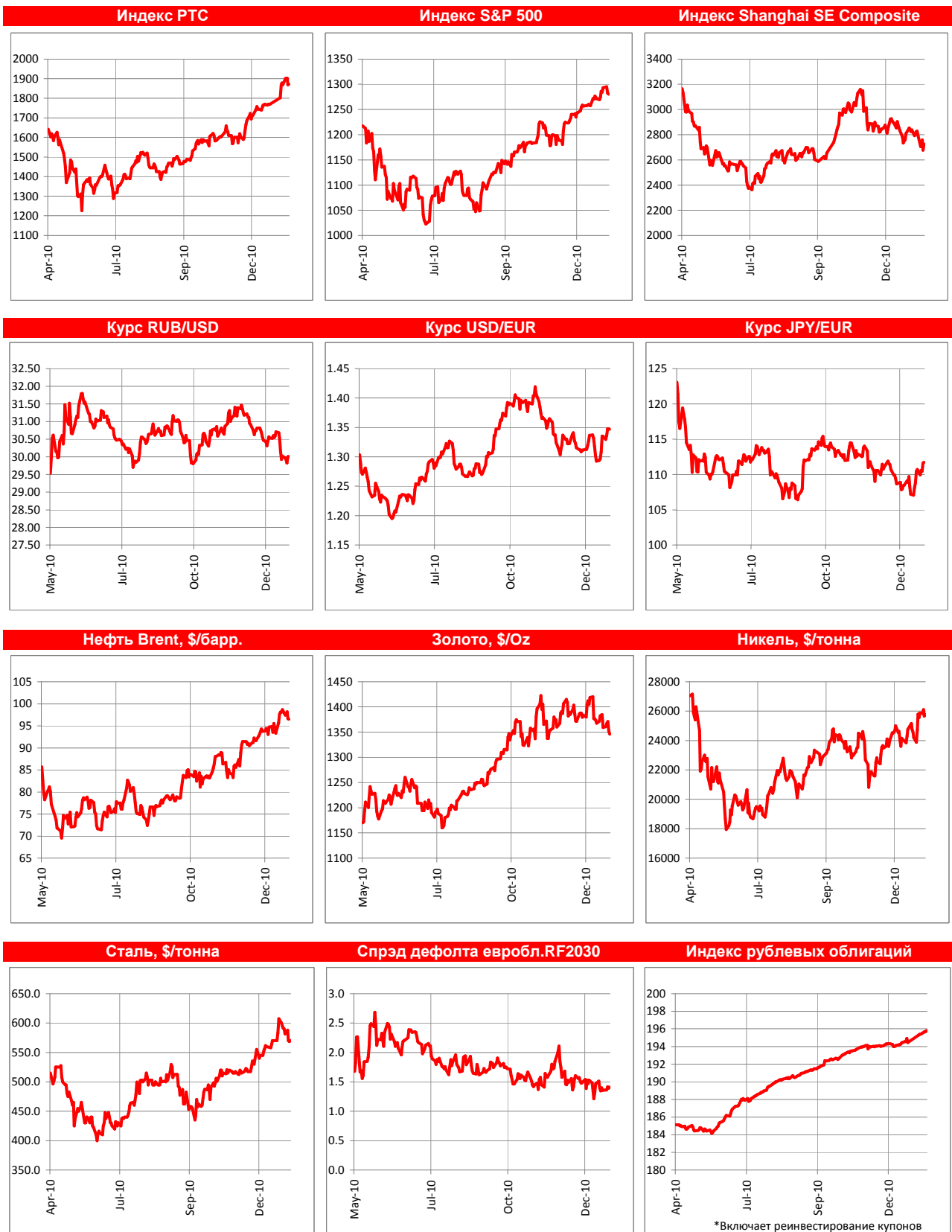
Вкратце:

- Все больше и больше появляется желающих присоединиться арктическим проектам «Роснефти» и ВР. Первой свое желание выразила «ТНК-ВР», акционером которого является ВР. А в конце прошлой недели В. Алекперов заявил, что «ЛУКОЙЛ» мог бы помочь «Роснефти» в разработке участков, не вошедших в проект с ВР. По его словам, «ЛУКОЙЛ» уже имеет опыт в освоении шельфовых месторождений. Заметим, что сейчас «ЛУКОЙЛ» не имеет возможности самостоятельно выйти на шельф, так как монополия законодательно закреплена за «Роснефтью» и «Газпромом».
- «Роснефть» не исключает возможности увеличения доли в ВР. По словам вице-президента компании П. О'Брайена, конкретных переговоров об этом пока не ведется.
- «Ведомости» пишут, что «Русагро» может во втором квартале 2011 года провести IPO. Компания уже предпринимала попытку разместиться на бирже весной 2010 года, однако тогда из-за низкого спроса на бумаги IPO было отменено. По сведениям «Ведомостей», на этот раз акции будет продавать кипрская компания, а само размещение планируется в Лондоне. В ходе IPO «Русагро» хочет привлечь \$400-500 млн., продав 25% акций. Таким образом, компания оценивает себя в \$1,6-2 млрд. В прошлом году «Русагро» оценивало себя в \$1-1,35 млрд., но по этой цене оно не нашло покупателей. Насколько новая цена является оправданной, мы затрудняемся оценить, так как нам не доступна консолидированная отчетность по МСФО.
- «Норникель» увеличил объем buy-back с 6,2% до 7,3% и потратит на это не \$3, а \$3,5 млрд. Как пишет «Коммерсант» со ссылкой на источники, несмотря на цену выкупа выше рынка, желающих предъявить бумаги было не так уж и много. Как объясняют источники, «большинство миноритарных акционеров не спешат продавать свои бумаги и продолжает верить в дальнейший рост компании». Вполне возможно, что продолжающийся конфликт между основными акционерами «Норникеля» может вызвать рост стоимости акций компании.
- По данным EPFR Global с 13 по 19 января российские фонды акций привлекли \$724 млн., что является максимальным значением с момента начала отслеживания данных.
- «Коммерсант» пишет, что на приватизируемый 46,48%-ый пакет «Банка Москвы» появился второй претендент в лице «Альфа-Банка». Напомним, что другим претендентом на этот актив является «ВТБ». Так же на прошлой неделе акционеры «Банка Москвы» впервые оценили свой актив. Как пишет «Коммерсант», банк оценивается в \$7,9-9,3 млрд. или 1,7-2 капитала. Сейчас капитализация банка ниже и составляет около \$6,3 млрд. Так как сделка носит политизированный характер, факторы конкуренции и оцененности «Банка Москвы» могут быть не учтены при определении цены продажи.

Местное:

- Quorum Fund Ltd продолжает оспаривать параметры допэмиссии «Чусовского метзавода». Напомним, что в прошлом году метзавод по закрытой подписке разместил 13,4 млн. акций в пользу «Металлургической инвестиционной компании», увеличив уставный капитал почти в 6 раз. Бумаги покупались по 268,82 рубля, причем большая часть из них была оплачена акциями «Выксунского метзавода». Миноритарий посчитал, что эмиссия проводится на грабительских условиях и обратился в суд.
- Новый владелец птицефабрики «Мендлеевская» намерен инвестировать в развитие компании 500 млн. рублей в течение ближайших 5 лет. Планируется, что птицефабрика сохранит основное направление – производство яйца, увеличив объемы выпуска на 10-15%.

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	152 773	-0.66	-1.56	-1.30	6.47	-0.39	6.20	5.24	5.83	4.53
Новатэк	33 015	0.50	-1.60	0.13	76.38	-3.22	40.09	24.72	27.97	17.56
Роснефть	87 521	2.04	6.26	12.40	-0.46	12.85	12.80	8.52	7.41	5.53
ЛУКОЙЛ	54 946	1.96	2.09	10.17	15.35	11.47	7.84	6.27	4.42	3.98
Газпром нефть	21 466	0.65	1.74	5.35	-12.72	5.49	7.12	6.51	5.55	4.65
Сургутнефтегаз	41 191	0.70	-2.29	11.32	29.63	6.87	11.21	8.90	-	3.14
ТНК-ВР	44 991	1.69	-0.66	10.29	55.44	10.29	8.69	7.04	5.62	4.67
Татнефть	12 127	3.21	6.10	12.26	20.32	13.72	7.05	7.36	5.71	5.52
БАНКИ										
Сбербанк	76 374	0.39	-1.33	-0.42	22.19	1.32	99.00	15.20	-	-
ВТБ	38 815	2.88	1.74	8.39	55.92	10.01	-	22.69	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	2 652	0.50	0.08	0.67	65.89	-0.16	26.80	22.97	17.21	10.28
ОГК-2	1 887	1.00	-2.98	-6.41	76.00	-3.96	54.54	21.80	21.08	11.57
ОГК-3	2 580	0.87	-2.17	-7.78	8.41	-5.03	18.99	49.75	9.79	23.14
ОГК-4	6 331	1.32	2.53	-1.02	71.78	1.83	36.30	19.81	21.99	12.82
ОГК-5	3 328	2.85	0.07	-1.19	13.94	0.04	32.87	24.13	16.97	12.78
ОГК-6	1 523	3.68	-0.84	-1.88	92.62	-2.08	19.72	47.05	11.44	14.23
ТГК-9	1 232	0.00	0.00	-3.59	39.26	-2.34	9.81	11.34	-	-
Русгидро	15 455	-0.31	-4.42	-2.62	30.29	-2.79	15.94	12.31	9.29	7.42
ИнтерРАО	4 598	1.28	-2.66	-1.81	12.76	-0.78	-	33.75	-	13.13
ФСК	16 510	3.90	0.00	10.80	23.08	8.99	-	18.73	-	8.63
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	4 103	-0.28	-4.84	16.45	11.58	7.37	35.32	36.36	8.58	8.41
МТС	17 305	0.21	0.84	0.02	12.70	-0.16	17.23	11.96	-	-
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	47 836	1.05	1.31	9.90	55.87	4.61	18.40	9.83	10.93	6.69
НЛМК	28 221	-0.35	-0.35	2.45	51.19	-2.72	131.22	23.39	20.92	12.65
ММК	13 417	1.83	0.78	9.90	21.66	8.90	57.83	28.15	16.25	10.29
Северсталь	19 156	-0.56	-0.05	10.64	61.84	9.64	-	117.90	26.35	9.32
Мечел	12 882	1.55	-0.87	6.18	57.54	4.75	174.69	20.45	29.94	10.52
Белон	1 001	1.40	-3.06	3.25	17.47	5.56	38.83	9.74	15.79	5.88
Распадская	5 976	0.32	2.91	9.49	35.22	6.54	51.25	21.54	24.03	13.93
Полюс золото	11 125	-0.54	-5.01	-7.36	14.32	-9.07	34.59	23.01	20.48	13.85
Полиметалл	7 101	-1.08	0.32	-5.80	85.58	-6.20	73.98	40.44	31.46	24.01
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	16 785	3.52	5.52	10.86	75.54	7.69	58.40	25.69	32.95	20.91
Сильвинит	7 649	2.06	5.46	6.72	24.31	6.06	23.00	14.31	13.35	10.37
Акрон	2 149	2.42	10.46	22.11	37.25	18.59	9.60	13.40	14.32	9.75
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 955	0.88	-2.78	-0.62	52.19	-0.29	33.13	14.47	10.64	7.12
Седьмой континент	615	-0.31	0.09	-1.51	-1.93	-0.38	16.87	14.27	7.40	6.80
Магнит	12 352	-0.74	-4.47	2.31	95.30	2.15	44.89	37.03	26.48	20.62
ПИК	2 112	0.49	-3.18	-1.62	-17.24	4.23	-	2.81	-	-
Система Галс	377	0.62	-2.54	2.95	-8.25	-1.30	-	-	-	-
ЛСР	3 868	4.16	-0.35	10.55	63.30	9.47	26.03	35.82	10.16	13.60

МИРОВЫЕ РЫНКИ

	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	
Индекс S&P	1283.4	0.24	-0.03	2.11	17.55	2.04
Индекс РТС	1880.2	-0.24	-1.13	6.25	26.23	6.21
USD/EUR	1.3 603	0.15	2.32	3.71	-3.87	1.77
RUB/USD	29.89	0.17	0.29	1.97	0.77	2.17
RUB/EUR	40.65	-0.04	-2.06	-1.68	4.81	0.41
Золото, \$ Oz	1351.93	0.63	-0.66	-2.30	23.72	-4.71

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.