

## Оперативный обзор фондового рынка

среда, 24 марта 2010 г.

### Рынки накануне:

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Ростел -ап	80.29	7.1%
ОГК-3 ао	1.75	3.1%
Аэрофлот	61.34	2.1%
ВТБ ао	0.079	1.5%
Ростел -ао	154.3	1.4%
СевСт-ао	375.8	1.3%
Сургнфгз-п	16.22	1.2%
ГМКНорник	4984	1.1%
ФСК ЕЭС ао	0.349	0.9%
Сургнфгз	28.03	0.8%
Система ао	27.93	0.8%
ММК	29.08	0.5%
Магнит ао	2330	0.4%
Транснф ап	25920	0.4%
Сбербанк-п	69.22	0.2%
УралСВИ-ао	0.973	-0.2%
Татнфт Зап	85.37	-0.3%
Роснефть	223.8	-0.4%
Татнфт Зао	142.1	-0.6%
Газпрнефть	158.1	-0.7%
Сбербанк	86.03	-0.7%
МТС-ао	246	-0.7%
ГАЗПРОМ ао	167.6	-0.9%
РусГидро	1.446	-1.2%
ЛУКОЙЛ	1664	-1.5%
Новатэк ао	186.6	-1.6%
РБК ИС-ао	35.79	-2.0%
ПолюсЗолот	1471	-2.2%
Уркалий-ао	120.5	-2.3%
ОГК-5 ао	2.59	-2.5%

Индекс ММВБ потерял -0.5%, но ничего особенного не происходит. Обычная «рабочая обстановка», единой тенденции нет. Мировые рынки в положительной зоне, индекс S&P500 минувшей ночью закрылся на новом посткризисном максимуме (столько акции стоили 18 месяцев назад). На российском рынке можно обсуждать новости, вызывающие движения отдельных акций.

Акции «ЛУКОЙЛа» оказались под давлением, после того как глава компании и основной акционер Вагит Аликиперов сказал, что SonocoPhilips уведомила о намерении продать 10% российской компании. Он также заявил, что «ЛУКОЙЛ» не собирается покупать этот пакет, что, безусловно, породило спекуляции на тему «навеса» из бумаг и перекоса предложения. Продаваемый пакет в 10% составляет примерно 20 дневных оборотов на ММВБ, это большой, но вполне продаваемый блок. Если бы мы рассуждали с точки зрения «эффективных рынков», то рынку эта новость не была бы важна, и никакого провала от продажи бы не было. Проблема в том, что рынки недостаточно и не в полной мере эффективны, а многие игроки просто никогда в жизни не задумываются над тем, какая цена должна быть правильной. Теперь история с продажей пакета Sonoco будет довлеть над «ЛУКОЙЛом» ближайшие недели и месяцы. Но это не означает, что «ЛУКОЙЛ» будет отставать от рынка. Аналоги по нефтегазовому сектору имеют свои проблемы. «Газпром» в последнее время стал «безрисковой инвестицией» в том смысле, что и не растет и не падает (уровни около 160-170 наблюдаются уже почти год). «Роснефть» сравнительно дороже «ЛУКОЙЛа» с «Газпромом», к тому же напугала история с претензиями от акционеров «ЮКОСа». «Сургутнефтегаз» всегда был ущербной компанией и белой вороной. Это единственная компания, которая не



публикует МСФО, широкая публика не знает как устроена структура собственности и кто конечный бенефициар (например, прошла ли «раскольцовка» или нет). Республиканские «Татнефть» или «Башнефть», а также «Газпромнефть» это скорее «второй эшелон» со своими выкрутасами.

На новые максимумы после кризиса (и даже раньше него) вышли акции «Ростелекома-привилегированные». Главное событие, предстоящее в отрасли – объявление коэффициентов обмена МРК на объединенную компанию. Это должно быть сделано уже в ближайшие дни. Возможно, какая-то инсайдерская информация утекла на рынок (в РФ по-прежнему не карают за торговлю на инсайде). Вчера, отмечались продажи привилегированных акций МРК, что может отражать знания о применяемых официальным оценщиком дисконтах префов к обыкновенным бумагам. Первый этап, как ранее объявлялось – обмен всех классов акций МРК на обыкновенные акции «Ростелекома». Существующие «префы» «Ростелекома» после первого этапа остаются. А вот будут ли они обменены потом на обыкновенные и по каким коэффициентам – большой вопрос.



Привилегированные акции «Ростелекома» остаются дешевыми по отношению к обыкновенным. Текущее соотношение «прив.» / «об.» составляет 52%, тогда как еще в начале 2009 года оно было ниже 5% (!). Соотношение в акциях МРК сильно отличается. Так, «префы» «Уралсвязьинформа» стоят 88% от обыкновенных бумаг, у «Дальсвязи» соотношение 82%, и так далее. Остается лишь вопрос – как на этом можно заработать? Те, кто пытались заработать на большом диспаритете обыкновенных и привилегированных акций «Ростелекома» в 2007-

2008 годах должны были сильно пожалеть об этом. В 2006-м до начала злосчастной скупки обыкновенных акций «Кит-Финансом» дисконт «префов» был порядка 70%-80%, затем он последовательно снижался до невиданной глубины 4.4% на 23 января 2009 года. Тот, кто делал арбитражную ставку на сближение бумаг до этого момента (т.е. продавал в короткую обыкновенные акции и покупал привилегированные), должен был терпеть убытки. Мы бы в страшном сне не смогли бы спрогнозировать, что ситуация может пойти так далеко. Конечно, разум на рынке восторжествовал, нынешние котировки «префов» и «обычки» мы понимаем лучше. Вот только это знание не дает возможности зарабатывать ex-ante, а больше дает возможность рассказывать истории ex-post.

Еще одна история с ОГК-3, акции которой продолжают расти. Компания сейчас имеет капитализацию 83 млрд. рублей, что уже больше, чем стоимость наличных и финансовых вложений на ее счетах, составляющих порядка 70 млрд. руб. Компания давно удивляет нас, потому что хронически торгуется дешевле стоимости своих непрофильных финансовых активов. В начале 2008 года у ОГК-3 денег было почти под 100 млрд., часть из них было списано из-за влияния Потанина. Например, это покупка Plug Power или Ковыкты, чтобы обеспечить ликвидностью империю олигарха. Вчера было сообщено, что ОГК-3 избавится от Plug Power до июня и Ковыкты до августа, таковы были требования министерства энергетики. Еще одна часть денег компании пошла на реализацию инвестиционной программы в генерацию. Финансовые активы ОГК-3 неплохо размещались и приносили ей прибыль (в частности, компания, участвовала в девальвации, конвертировав свои депозиты из рублей в доллары и евро). Вчера была названа прибыль компании за 2009 год, составившая 4 млрд. руб. Большая часть этой прибыли, должно быть, связана с неоперационной деятельностью, электрогенерация в России остается малоприбыльной из-за тарифов. Но уже со следующего года в РФ должен заработать свободный рынок электроэнергии и операционный бизнес ОГК-3 с установленной мощностью 8.3 ГВт должен начать приносить ей неплохую прибыль. Вчерашний рост акций, похоже, был связан с объявлением о продаже непрофильных активов. Мы ожидаем, что электроэнергетика продолжит расти и дальше.

Калийные компании остаются под давлением, вчера вновь возникли разговоры о введении пошлины на экспорт. Минпромторг считает, что размер пошлины должен быть 5-6%, что меньше предлагавшихся раньше 15%. С 2009 года, как антикризисная мера, 5%-я пошлина была отменена и речь идет просто о ее восстановлении.

На прошлой неделе в РФ была опубликована безработица за февраль, составившая 8.6% (см. рис. выше). Аналитики ожидали роста показателя с январского пика в 9.2%, но получили снижение. В безработице есть определенная сезонность (и обычная ошибка статистических измерений), и мы также полагали, что безработица в РФ может превысить 10%-й уровень. Но этого, похоже, не случится. Безработица в феврале прошлого 2009-го года достигала своего пика в 9.4%, текущее февральское значение составляет 8.4%, что не так плохо.

Недавно «Институт экономики переходного периода» опубликовал опросный отчет за февраль в промышленности. В феврале оптимизм слегка откатился от уровней января, но остается на высоких отметках за время кризиса, начиная с октября 2008 года. Кредитная доступность продолжает повышаться. Уже 60% крупных компаний считают



ситуацию в кредитной сфере нормальной (по сравнению с уровнями около 20% на пике кризиса в начале 2009 года). Малые предприятия имеют худшую позицию в этом направлении (но это традиционная ситуация).

Продолжающаяся монетарная экспансия на валютных интервенциях ЦБ и эмиссионном финансировании бюджета делает свое дело. Мы ожидаем, что уже со второй половины 2010 года краткосрочный кредит станет очень доступным. К сожалению, монетарная нестабильность предполагает нестабильность цен, и инфляция со второй половины года начнет расти. Трудно представить себе нормального разумного человека, который захотел бы сберегать надолго в рублях. Не зная, каков будет уровень цен в рублях через несколько лет и не съест ли инфляция рублевые сбережения, как это было в 1992 и 1999 году. Люди склонны сберегать в чем угодно, только не в рублях. Поэтому долгосрочного рублевого кредита в России как не было, так, пока и не появится.

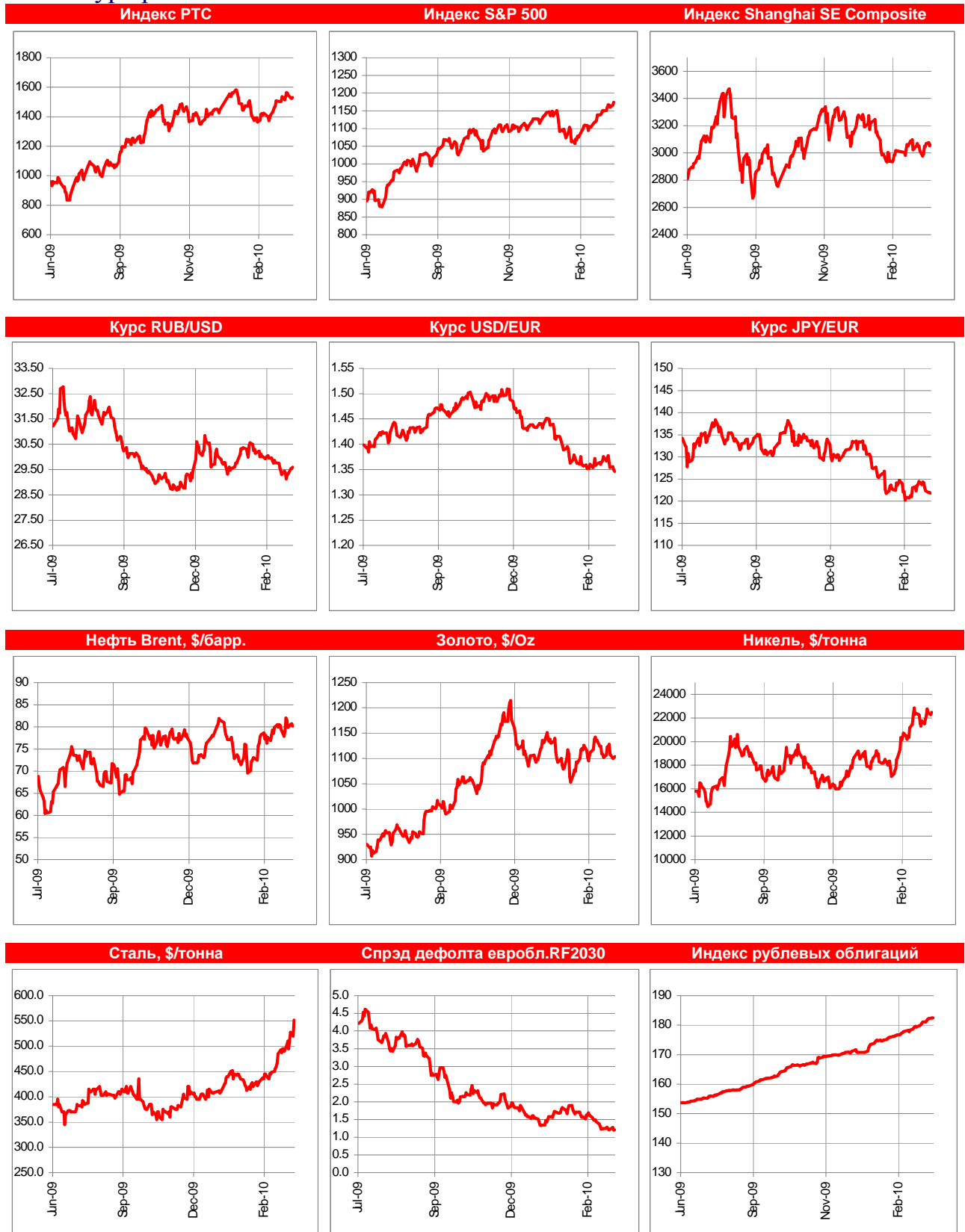
## Вкратце:

- Чистая прибыль «ВСМПО-ависмы» в 2009 г. упала 15,3 раза до 175 млн. руб., сообщил гендиректор компании Михаил Воеводин. Выручка составила 266 млрд. руб., на 10% ниже, чем в 2008 г. Корпорация выпустила 19 500 т титана (-26,5%) (инф. Интерфакс/Ведомости). Капитализация ВСМПО составляет 38.7 млрд. рублей (\$1.3 млрд.). Мультипликатор P/E=221, что очень много. Аналитики ожидают, что в 2011-2013 году прибыль компании может подняться до \$100-200 млн., что должно оправдывать текущую капитализацию. Поэтому мы с прохладой относимся к акциям ВСМПО (хотя до кризиса оценки прибыли компании доходили до ~\$0.5 млрд., достижимы ли эти показатели - вопрос)
- МТС объявила планы по покупке компании «Мультирегион» - регионального оператора кабельного телевидения и интернета. Он был оценен в 150 млн. долларов. На российском рынке это единственная крупная компания после «Эр-телекома», которая недавно объявила о возможности продажи миноритарной доли. Впоследствии «Мультирегион» может быть интегрирован в «Комстар», а синергия при этом достигнет 200 млн. долларов.
- Виктор Вексельберг может возглавить инновационный центр в Сколково, т.н. российскую кремниевую долину. Об этом вчера заявил президент Дмитрий Медведев. Для новой зоны будет введен специальный налоговый и правовой режим, который сейчас активно обсуждается в правительстве.
- ТНК-ВР ведет переговоры с государственной компанией «Роснефтегаз» о продаже доли в Ковыктинском месторождении. Предварительная сумма сделки составляет 700-900 млн. долларов. Переговоры о продаже идут уже 3 года. Однако раньше они велись с Газпромом, а сумма превышала текущую на 200 млн.
- ФАС для выявления завышенных цен на нефтепродукты начала применять новую формулу. Ранее в правительстве рассматривалось 6 вариантов расчета, но официально ни один из них еще не был принят. Нефтяники не знают какая формула применяется, но знают что за нарушение закона предусмотрено лишение свободы на срок до 6 лет. ФАС уверяет, что пока занимаются только мониторингом рынка и карательных мер применять не будут.
- ПИК планирует привлечь порядка 500 млн. долларов для реструктуризации старых долгов. Часть из них может быть получена в виде размещения дополнительных акций на бирже.
- «Группа компаний «Русское море», созданная в 1997 году, намерена в ближайшее время провести IPO на российских биржах. Его объем оценивается в 200 млн. долларов, что составит примерно 30% акций. Эксперты оценили всю компанию в 600-840 млн. долларов. Помогать в размещении компании будут «ВТБ Капитал» и «Ренессанс Капитал». Средства от размещения «Русское море» планирует потратить на инвестиции в основные средства, увеличение оборотного капитала, реструктуризацию долга и развития аквакультуры. В 2009 г. выручка компании составила \$541,3 млн., EBITDA — \$43,1 млн., рентабельность по EBITDA — 8%, а чистая прибыль — \$13,2 млн. В 2010 году предполагается, что выручка увеличится до \$763,9 млн., EBITDA — до \$71 млн., чистая прибыль — до \$37,9 млн. Таким образом, размещение будет проходить по 8,5-11,8 EBITDA, в то время когда мировые аналоги торгуются в настоящее время с показателем 9.

## Местное:

- «Пермский моторный завод» в ближайшее время может приобрести 81,7% акций «Авиадвигателя». Оба эти предприятия уже входят в холдинг «Оборонпром» и объединение поможет создать из разрозненных активов одно НПО.
- Пермская группа компаний «ЭКС» подала в суд на калининградский «Торговый дом Семья» за незаконное использование торговой марки. Эксперты полагают, что компания защищает свои права в возможных регионах присутствия.

## 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.