

Оперативный обзор фондового рынка

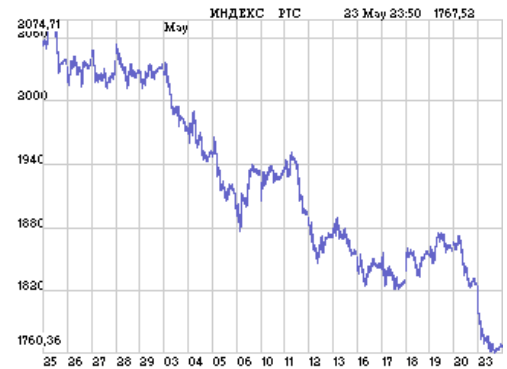
вторник, 24 мая 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ПолусЗолот	1925	1.5
ОГК-3 ао	1.32	0.3
Новатэк ао	353	-0.3
ОГК-5 ао	2.3	-0.4
ЛУКОЙЛ	1702.9	-0.5
Ростел -ап	82.3	-0.9
Сургнфгз	26.3	-1.0
Татнфт Зао	152.54	-1.5
МТС-ао	232.32	-1.6
ГМКНорНик	6899	-1.6
Магнит ао	3649.9	-1.6
СевСт-ао	470.6	-2.0
Ростел -ао	159.99	-2.1
РусГидро	1.3379	-2.2
Роснефть	222.31	-2.3
ВТБ ао	0.08086	-2.3
Уркалий-ао	212	-2.4
Сбербанк	91.65	-2.5
Сургнфгз-п	13.347	-2.7
Газпр нефть	117	-2.8
Аэрофлот	66.6	-3.1
Сбербанк-п	63.05	-3.1
ММК	23.89	-3.3
РБК ИС-ао	36.15	-3.3
ГАЗПРОМ ао	190.3	-3.4
Транснф ап	37101	-3.4
Система ао	29.151	-3.8
Татнфт Зап	81.5	-4.3
ФСК ЕЭС ао	0.33077	-4.4

Рынок акций продолжает находиться в понижительном тренде, максимум, напомним, был 11 апреля, с него индекс ММВБ откатился на 15.7%, вчера его снижение составило «дежурные» 1.9%. Долларовый индекс РТС в понедельник упал на 3.3% и закрылся на доли процента ниже уровня 30 декабря, последнего дня торгов 2010 года.

Российский рынок выглядит сравнительно неплохо. Например, бразильский индекс *Bovespa* в долларах на 8.7% дешевле конца 2010, Казахстан на 8%, а Мексика на 5% ниже. Плюс с начала года сохраняют многие развитые страны, Румыния, Венесуэла, Польша.



Движение вниз вчера было синхронным с «мировой конъюнктурой», Европа вчера показала минус 2-3%, США -1.2%. При этом нефть довольно стабильна, Brent на центы ниже \$111/баррель. При этом продолжает расти доллар, курс к евро вчера опускался ниже отметки 1.4 \$/€ (сейчас 1.406, в начале мая пик был на 1.494 \$/€). Курс рубля снижается, сейчас он в районе 28.5 руб./\$ и около 40 руб./€

Давление сохраняется в акциях «Газпрома», упавшего уже на 22% с максимального закрытия 11 апреля. Вчера была опубликована записка *Credit Suisse*, в которой аналитик Овчинников дает целевую цену в 150 руб. за акцию и рекомендацию продавать.

Он пишет, что мультипликатор $p/e=5$ оправдан следующими обстоятельствами. 1) «Скажите до свидания равнодоходным тарифам на газ», по его предположениям тарифы на газ будут расти с темпами инфляции. Правительство вернется к субсидированию экономики и энергетики дешевым газом. 2) При этом правительство изымет часть доходов «Газпрома» повышением НДС. 3) Спрос на газ в Европе будет низким, временное повышение спроса 2-го квартала 2011 года из-за лага расчета цены сменится пониженным спросом дальше. 4) Цены сбыта будут продолжать снижаться в Европе из-за избытка газа и отвязываться от нефти. 5) Месторождения Восточной Сибири будут истощаться, вместо них надо будет вводить новые месторождения на Ямале (Бованенковское), что потребует больших капиталовложений и больших операционных затрат. В результате аналитик дает оценки прибыли значительно меньше консенсуса, капитальные затраты примерно в 1.5 раза больше, чем нормальные ожидания. Свободные денежные потоки монополии падают, и получается низкая справедливая цена.

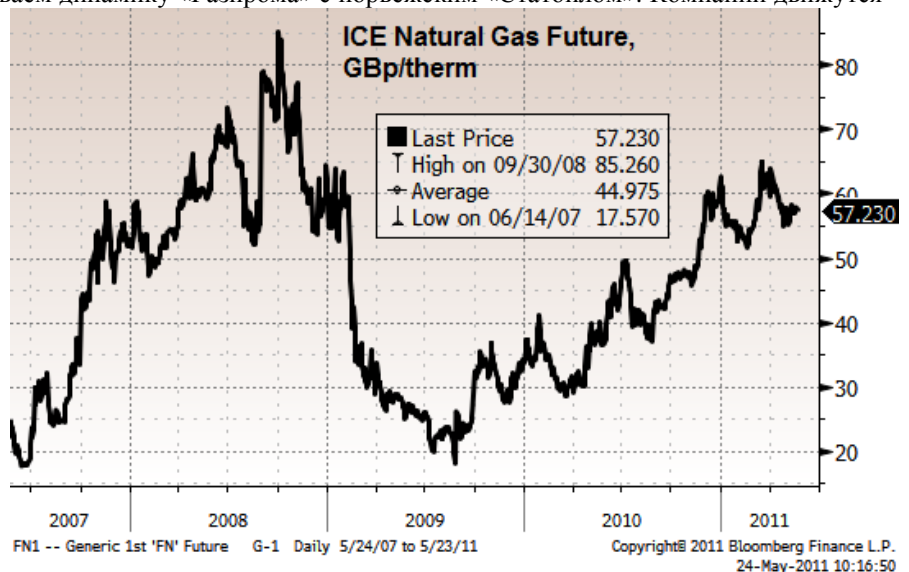
Невысокие оценки «Газпрому» также дают в «Юникредит» (180 рублей, но при этом почему-то «покупать»), банк Москвы (202 рубля, «продавать»). Остальные аналитики оптимистичны, в Блумберге лишь 2 рекомендации «продавать», 3 – «держат» и 10 – «покупать».

Мы не согласны с низкой оценкой «Газпрома», компания зарабатывает прибыль уже сейчас, больших провалов ее не ожидается, даже с повышением НДС. Если провести обратный инжиниринг модели *Credit Suisse*, выходит, что аналитик подразумевает отдачу на капитал (ROIC) «Газпрома» в районе 4%, притом что сейчас она на уровне 17%. Итак, если заложить пессимистические ожидания в модель дисконтированных денежных потоков, то и ответ будет пессимистическим.



На предыдущей странице мы сравниваем динамику «Газпрома» с норвежским «Статойлом». Компании движутся вполне синхронно. Мы считаем, что провал акций «Газпрома» объясняется общей конъюнктурой и коррекцией на рынке нефтегаза. Многие названные пессимистические аргументы Credit Suisse относятся к внутрироссийским (НДПИ, тарифы), их трудно применить к норвежской компании.

Норвежская государственная компания торгуется заметно дороже российской – капитализация \$77 млрд., ожидаемая прибыль 2011 и 2012 году около \$10-11 млрд., $p/e \approx 7-8$. Газпромский мультипликатор p/e в 2 раза ниже – в районе 4 (капитализация \$158 млрд., ожидаемая прибыль 2011, 2012 гг. порядка \$40 млрд.). Покупатель «Газпрома» должен рассчитывать на ликвидацию данного дисконта.

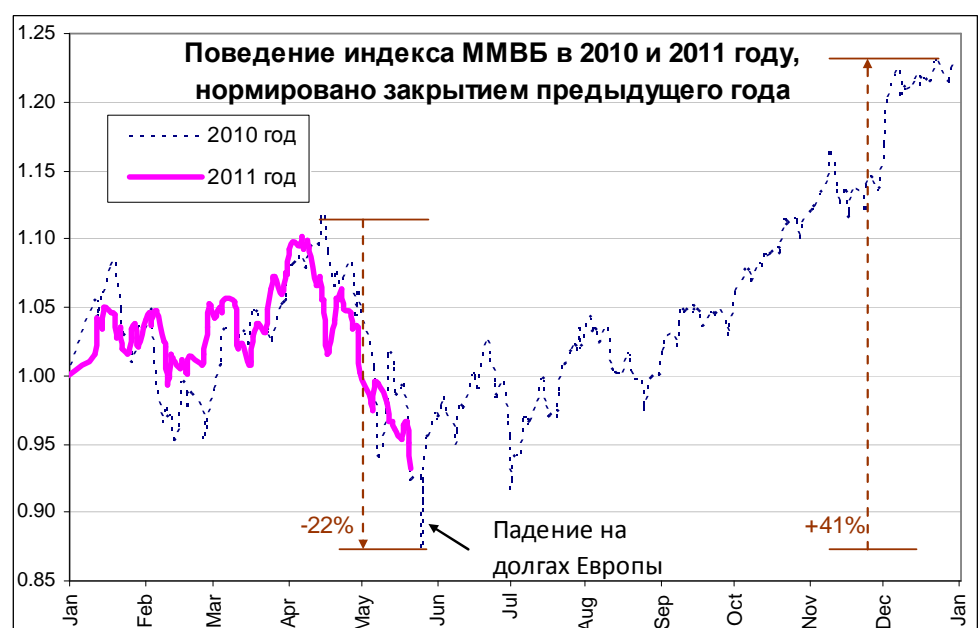


Можно посмотреть на цены спотового газа в Великобритании, которые не показывают особой негативной динамики (график выше, ближайший фьючерс, фунты за терм). Это является косвенным аргументом против идеи, что повышенный спрос на российский газ в Европе является временным, исключительно связанным с желанием заработать на лаге расчета контрактной цены.

Падение фондового рынка, похоже, не имеет адекватной «фундаментальной» основы. Конечно, можно притягивать разные негативные новости, как-то долговую проблему Европы (трудно назвать новостью). Также есть решение S&P о присвоении негативного прогноза Италии (напомним, что недавно подобный прогноз агентство дало США). Можно сослаться на грядущее в следующем месяце завершение программы quantitative easing – 2 Федеральной Резервной Системой. Которое, кстати, не означает никакого устранения избыточной ликвидности, а просто прекращение «печатания долларов». Просто «Мистер Рынок» вновь дает абсурдные цены и совершает нелогичные движения. Попытка подвести рациональную основу под колебания акций в лучшем случае является контрпродуктивной, а в худшем может свести с ума.

Покуда мы можем сослаться на аналогию с прошлым годом – странно, но она пока работает. Индекс ММВБ уже допал до уровней, когда в прошлом году случился «разворот» (если не считать скоротечное падение на 6% 25 мая и обратный рост на 6% 26 мая 2010 года).

Удивительно, но совпадают даже даты падения, максимум пришелся на середину апреля, а «дно» 2010 года случилось в последней декаде мая. Мы полагаем, что много людей смотрят на этот график. Вполне возможно, российские спекулянты решат взять его за основу и совершить обратный забег. Но что-то нам говорит, что подобная аналогия вполне может оказаться обманчивой, мы бы не стали доверять ей на 100%.



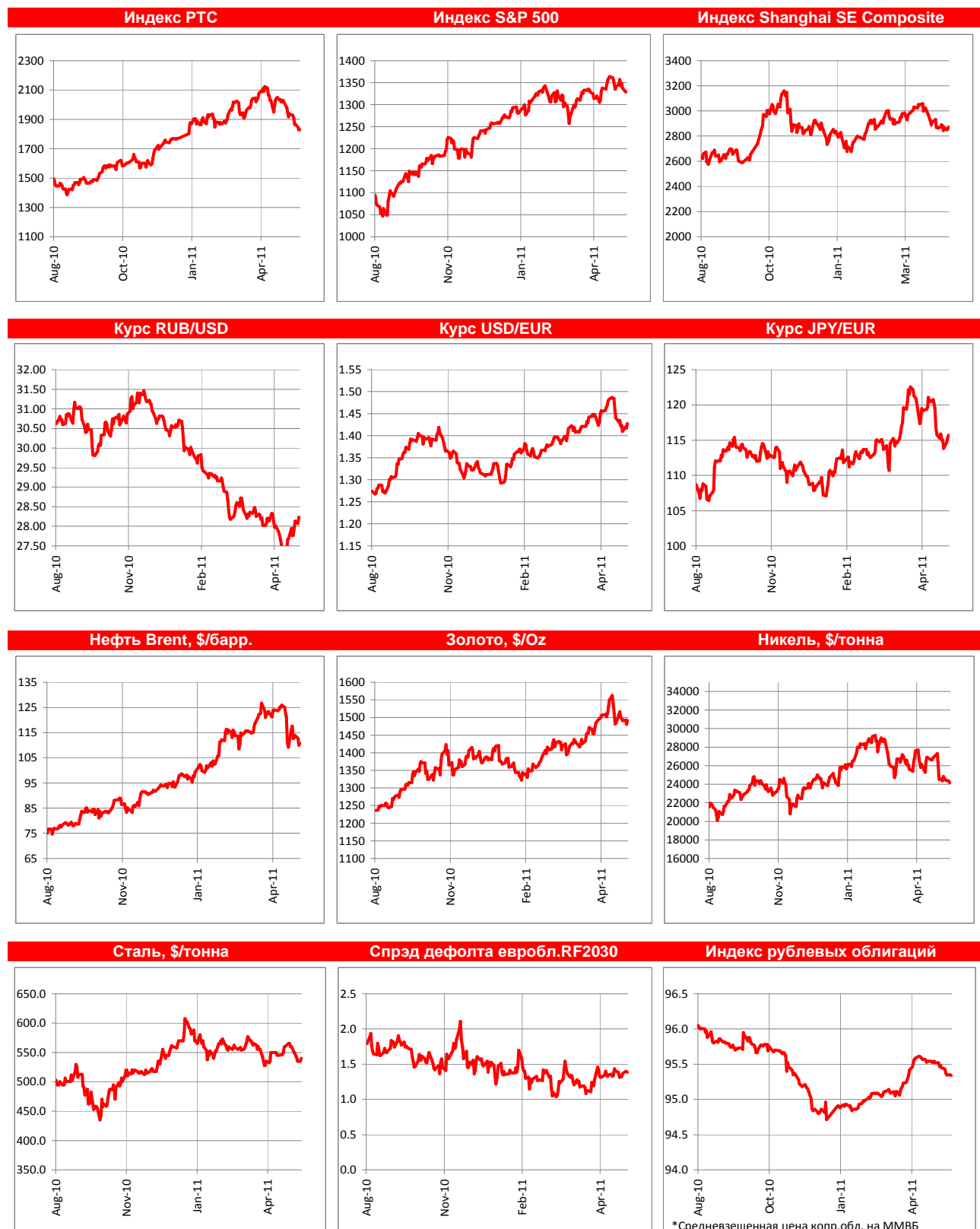
Вкратце:

- «Интер РАО ЕЭС» подвело итоги консолидации энергоактивов путем дополнительной эмиссии акций компании. Согласно результатам завершения допразмещения акций в рамках обмена на другие активы «Интер РАО ЕЭС» заняло второе по величине место среди энергокомпаний страны, уступив только «Газпром энергохолдингу». По словам главы компании Бориса Ковальчука, «Интер РАО» получила доли в 38 энергетических, сбытовых и сетевых компаниях стоимостью \$12,9 млрд. и с установленной мощностью 28,7 ГВт. Можно заметить, что состав акционеров претерпел изменения, однако доля государства превышает контрольную. Кроме того не удалось реализовать первоначальную идею консолидации ряда частных компаний, «Интер РАО» сумела приобрести только «ОГК-3» среди частных компаний. Получается следующая картина: в ходе реструктуризации энергетической отрасли государство продает энергетические активы частным инвесторам не за дешево, а затем снова государство консолидирует активы по цене ниже рыночной.
- В Минэкономразвитии подготовили проект с поправками в закон об АО, меняющими порядок раскрытия информации миноритарным акционерам. В частности, поправки дают возможность миноритариям получить доступ к любым договорам, в которых материнская компания дает обязательные указания дочерним. На данный момент компании не обязаны предоставлять миноритариям такие документы. Кроме того, владельцы более 10% голосующих акций смогут инициировать за свой счет внеочередной аудит компании.
- Рост цен на бензин всех видов на российских АЗС за минувшую неделю составил 1,1% согласно данным ИАЦ «Кортес». Средняя цена составила Аи-80 - 23,1 руб., Аи-92 — 24,8 руб., Аи-95 — 26,6 руб. за литр бензина к концу недели. Мировые цены на нефть падают (брент – \$111 за баррель), что сопровождается снижением мировой цены на нефтепродукты. Однако в связи с тем, что цены долгое время на российском рынке были заморожены, то, скорее всего, будем наблюдать еще некоторое незначительное повышение цены на бензин, после чего рост остановится.
- Совет директоров «Русгидро» одобрил размещение допэмиссии на 89 млрд. акций (30% от капитала). Основная часть вырученных средств пойдет на оплату 40% «Иркутскэнерго».
- «Ведомости» пишут, что «Северсталь» рассматривает возможность покупки 80% «Распадской». Для этого компания может привлечь кредит на \$5 млрд. Напомним, что собственники оценивают «Распадскую» в \$6 млрд., что на 42% выше рыночных котировок. Видимо, «Северсталь» готова заплатить такую премию. Ранее на «Распадскую» претендовал «Мечел», однако он был готов заплатить за 80% «Распадской» \$2 млрд. В итоге, сделка не состоялась.

Местное:

- БКК с 1 июля повышает цены на хлористый калий для Бразилии до \$550-560 за тонну, то есть на \$30. Как отмечает трейдер, основными факторами, оказавшими влияние на повышение цены, являются высокий уровень спроса на удобрения, рост цен на сельхозпродукцию, а также ограниченные запасы продукции на рынке.
- «Акрон» и ряд других миноритариев «Сильвинита» обратились в арбитражный суд с иском о признании недействительными допэмиссии «Уралкалия» и записи о ликвидации «Сильвинита» в ЕГРЮЛ. Как пишет «Интерфакс», дело к производству еще не принято. Напомним, что «Акрон» остался недовольным коэффициентами конвертации и ценой выкупа, и начал судебную тяжбу.
- Вчера антимонопольные службы Польши одобрили присоединение «Уралкалия» и «Сильвинита». Даже если такого одобрения не было бы, вряд ли это как-то отразилось на объединении компаний.

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.