

## Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 25 марта 2011 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

| Бумага     | Посл.  | %    |
|------------|--------|------|
| Сбербанк   | 105.09 | 4.0  |
| УралСВИ-ао | 1.5801 | 2.6  |
| Сбербанк-п | 72.82  | 2.6  |
| СевСт-ао   | 541.8  | 2.2  |
| ВТБ ао     | 0.0973 | 2.2  |
| Новатэк ао | 373.5  | 2.1  |
| ЛУКОЙЛ     | 2051   | 1.7  |
| ММК        | 31.75  | 1.6  |
| Роснефть   | 269.2  | 1.6  |
| Транснф ап | 39400  | 1.6  |
| Система ао | 35.138 | 1.6  |
| Ростел -ап | 88.83  | 1.3  |
| РусГидро   | 1.447  | 1.2  |
| РБК ИС-ао  | 41.195 | 1.0  |
| ПолусЗолот | 1680   | 0.9  |
| ГМКНорНик  | 7291   | 0.8  |
| Уркалий-ао | 226.38 | 0.8  |
| Сурнфгз-п  | 16.455 | 0.6  |
| Татнфт Зао | 182.7  | 0.4  |
| МТС-ао     | 251.98 | 0.4  |
| ГАЗПРОМ ао | 224.3  | 0.4  |
| Сурнфгз    | 30.461 | 0.2  |
| Ростел -ао | 162.21 | 0.2  |
| Магнит ао  | 3980   | 0.2  |
| ОГК-5 ао   | 2.54   | 0.0  |
| Татнфт Зап | 101.75 | -0.2 |
| Газпрнефть | 150.65 | -0.6 |
| ФСК ЕЭС ао | 0.3937 | -0.7 |
| Аэрофлот   | 73.69  | -1.1 |
| ОГК-3 ао   | 1.35   | -1.3 |

В четверг индекс ММВБ показал +1.4% и обновил посткризисный максимум. Мы уверены в продолжение ростового тренда и ожидаем превышения исторических максимумов уже в ближайшие месяцы – до них остается уже менее 10%. Индекс ММВБ является рублевым, его росту способствует не только низкая оцененность российских акций, но и высокая инфляция. Исторический максимум индекса ММВБ декабря 2007 года в 1970 пунктов должен быть скорректирован на 38% - величину инфляции.

Акции компаний имеют свойство компенсировать рост цен в стране. При прочих равных, компании могут перекладывать растущие издержки на потребителей, индексируя цены сбыта. Это приводит к тому, что в реальном выражении (то есть после очистки от инфляции), корпорации зарабатывают примерно одинаковую прибыль. Можно исходить из умозрительной, но правдоподобной модели, что инвесторы ценят компании за способность получать прибыль (и платить из нее дивиденды). Предположим, что в среднем дают примерно постоянный мультипликатор  $p/e$ , скажем на уровне 12.

Но кроме «пустого» инфляционного роста корпорации еще и растут вместе с экономикой (корпорации и производят ВВП страны), то их стоимость увеличивается еще и в реальном выражении. Итак, долгосрочно компании растут пропорционально номинальному ВВП, который в свою очередь растет с инфляцией и еще в реальном выражении. Также инвесторы получают дивиденды от компаний – что дает им полную доходность, и она опережает реальный рост ВВП.

Если рассматривать эту упрощенную модель критически, возникают некоторые возражения. Так, ВВП может прирастать за счет непубличных компаний. Так, Китай показывает быстрый рост в реальном выражении порядка 7-10%, но доходность фондового рынка страны не сопоставима с номинальным ростом (прибыль растет медленнее ВВП, а экономика развивается в большей мере за счет «новых» компаний). Это может происходить еще и потому, что цены акций Китая изначально были завышены, то есть инвесторы изначально давали завышенный мультипликатор  $p/e$ , который со временем падает.

Но если смотреть на историю развитых стран, то прибыль корпораций в ВВП долгосрочно имеет примерно постоянное значение – это подтверждение тезиса, что корпорации могут перекладывать издержки на потребителей. Эта логика работает лишь долгосрочно, тогда как краткосрочно общий уровень прибыли и ее доля в ВВП могут сильно изменяться.

Есть еще одна проблема - безумный мистер Рынок, в красочной аллегории Бенжамина Грэма (учителя У.Баффета). Он дает разные цены на одни и те же акции в разные дни. Грэм говорит об одной очень важной особенности – мистер Рынок безумен только краткосрочно, а долгосрочно предлагаемые им цены являются «правильными», то есть крутятся вокруг некоторого верного значения (которое мы определили в условные 12 прибылей). Итак, рассуждения о росте цены акции долгосрочно пропорционально росту ВВП являются верной моделью, но лишь в первом приближении.

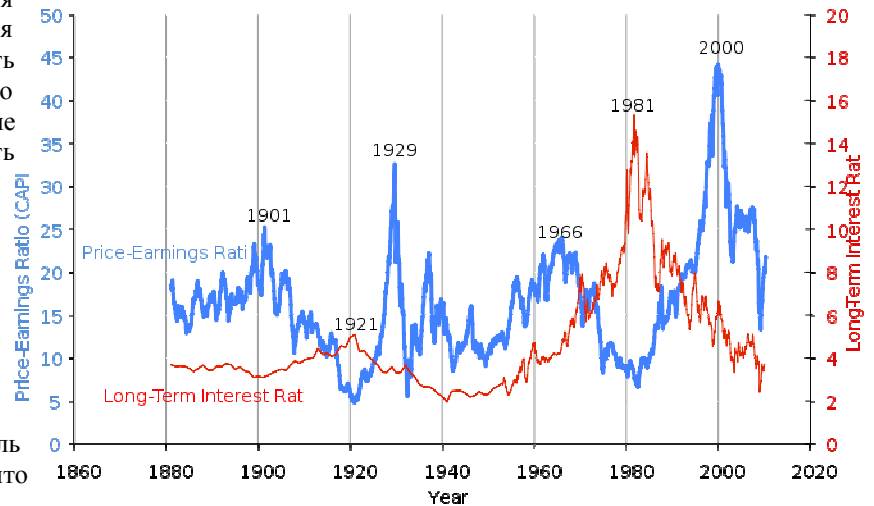
Но есть проблема, если Мистер Рынок сначала оценивал компании в 12 прибылей, а через десяток лет стал оценивать компании в 6 прибылей, это означает падение на 6.7% годовых  $[(6/12)^{(1/10)} - 1]$ . Если за эти 10 лет в стране была инфляция в 2%, и был реальный рост ВВП на 3%, то даже 10-ти летний рост прибылей компаний в номинальном выражении не гарантирует от убытка. В данном случае убыток составит  $6.7\% - (2\% + 3\%) \approx -1.7\%$  годовых. Правда, есть еще дивиденды, которые могли бы покрыть убыток...

## Рынки накануне:



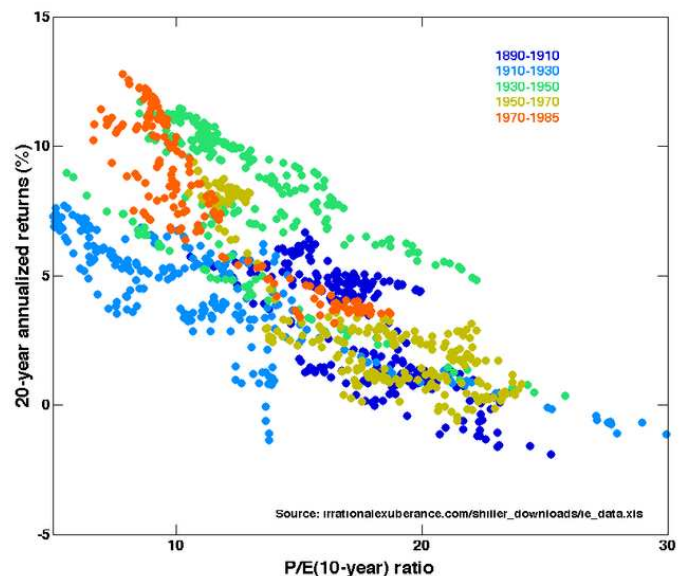
Инвестиции в акции являются рискованными (все инвестиции являются рискованными!). Да, можно рассчитывать на компенсацию инфляции, на то, что реальный рост компаний отразится в цене акций. Но рынок может начать давать меньшую цену за то, что он раньше оценивал дороже.

Мы приведем пару графиков из статьи Википедии. Первый показывает эволюцию мультипликатора р/е в США больше чем за столетие. (данный график построен на данных Роберта Шиллера, из известной книги Irrational Exuberance, используется средняя реальная прибыль корпораций за 10 предшествующих лет, что



позволяет избавиться от краткосрочной волатильности прибыли из-за бизнес цикла). Очень трудно сделать какие-то предположения, почему рынок то дает большой мультипликатор, то маленький. Это больше похоже на случайность (то, что Грэм и называл «безумием»).

Еще один график из статьи Википедии ([http://en.wikipedia.org/wiki/P/E\\_ratio](http://en.wikipedia.org/wiki/P/E_ratio)) показывает интересную предсказуемость - как связана доходность держания акций на последующие 20 лет в зависимости от того по каким мультипликаторам покупались бумаги. Очевиден отрицательный наклон, чем ниже мультипликатор р/е на рынке, тем больше последующая доходность.



Именно поэтому мы оптимистичны в отношении российского рынка, имеющего один из самых низких соотношений капитализация/прибыль. Российские акции незаслуженно обвалились сильнее, чем другие рынки. И поэтому должны расти быстрее. Особенно нам нравится нефтегаз, и «Газпром» в частности. Нам нравится «Сбербанк», который вчера показал +4%. Госбанк является главным бенефициаром кризиса, который нагнал страхов на публику. В итоге она готова нести «Сбербанку» дешевые деньги, которые он успешно перепродает на рынке. Дешевое фондирование означает большую процентную маржу и большую прибыль. Банк в ближайшие годы будет получать фантастический ROE порядка 25-30%. «Сбербанк» может быстро наращивать прибыль, опережая рост ВВП и других банков в стране. Если мультипликатор  $P/E_{2010}=12.5$ , то  $P/E_{2011E}=8.7$ ,  $P/E_{2012E}=7.5$ . Мы видим неплохой потенциал роста акций этого банка.

Есть известная фраза Джона Мейнарда Кейнса, что «долгосрочно мы все умрем» (правда, она была сказана не в отношении рынка акций, а экономики). Мало кто хочет ждать 20 лет, почти все люди хотят прибыли быстро и сразу. Долгосрочная предсказуемость отдачи является условной, не гарантированной и многих не убеждает. Да, можно рассчитывать на то, что акции обгонят инфляцию, что низкие мультипликаторы приведут к большой прибыли. Но в это нужно верить и нужно не бояться краткосрочной волатильности. Именно поэтому люди довольствуются депозитами ниже инфляции, покупкой того «что можно потрогать» - недвижимости или золота. У людей есть неприятное свойство – делать выводы о долгосрочном положении вещей на основании текущих данных, текущего поведения рынка. И поэтому они не видят большого за малым.

Мы уверены, что долгосрочные инвестиции в акции дадут большую доходность, чем другие инструменты. Конечно, не все сбережения людей являются долгосрочными, и вкладывать короткие деньги в акции - это очень плохая идея. Как использовать для этого займы – чревато вынужденными продажами внизу. Спекуляции на акциях, с нашей точки зрения, это тоже плохая идея.

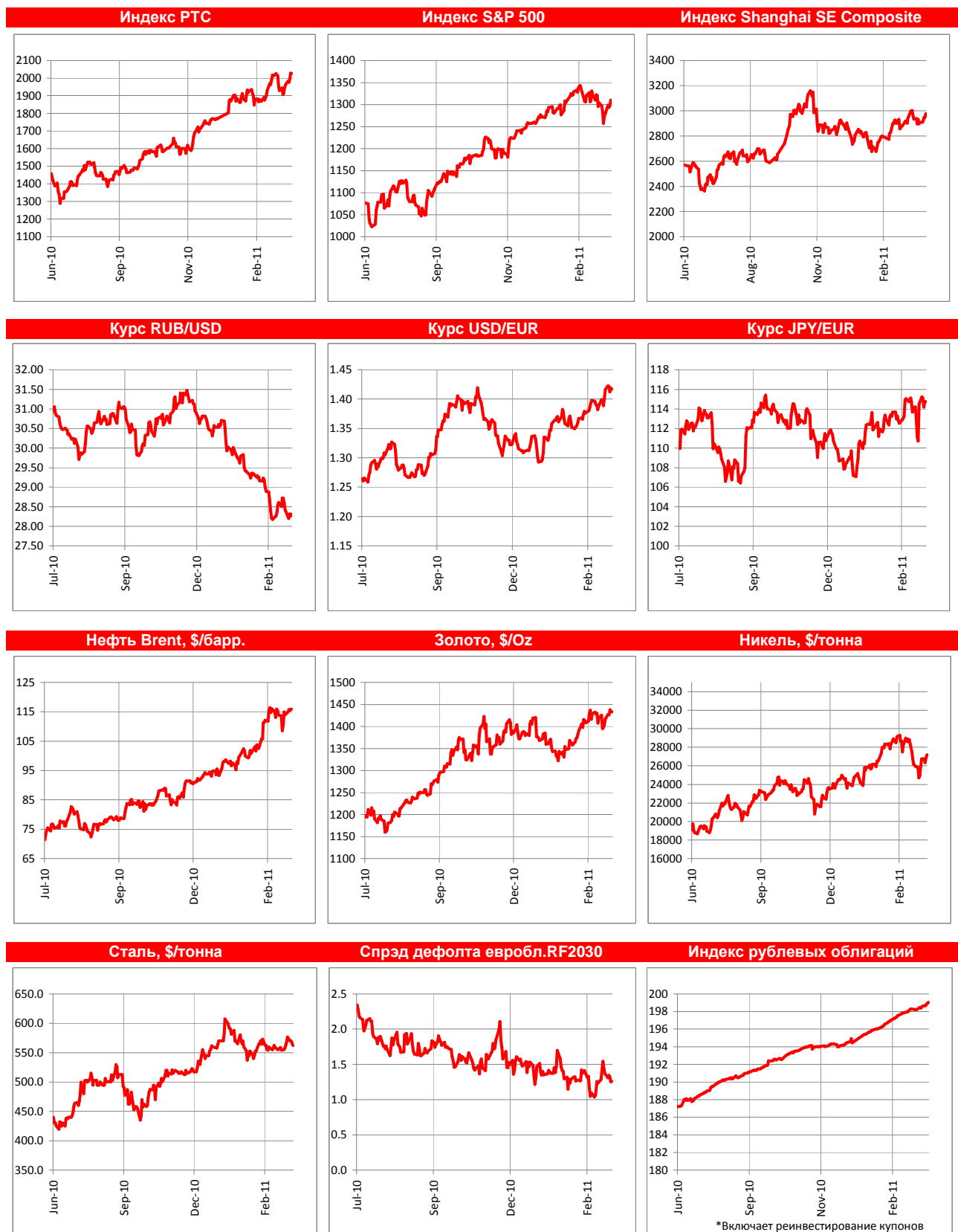
## Вкратце:

- Стокгольмский арбитраж признал, что ВР не имеет права создавать стратегический альянс с «Роснефтью» без одобрения совета директоров «ТНК-ВР». Таким образом, компании не смогут обмениваться акциями и создать альянс по освоению арктического шельфа. Британская компания заявила, что подчиниться решению суда, но надеется отстоять сделку по обмену акциями, так как она «не является стратегической». «Роснефть» же пока официальных комментариев не дала. Но судя по заявлениям представителя компании, она осталась крайне недовольной решением суда. Таким образом, судя по решению арбитража, для партнерства «Роснефти» с ВР нужно согласие российских акционеров «ТНК-ВР».
- «РБК Daily» пишет, что Минэнерго предлагает ограничить рост тарифов на электроэнергию на уровне 15% в год. Также Минэнерго намерено отказаться от индексации платы за мощность в 2011 году и снизить инвестпрограммы АЭС и ГЭС. Как пишет издание, ведомство уделит отдельное внимание взаимодействию с инвесторами, чтобы показать им, что отрасль привлекательна для вложений. Кроме того, отмечается, что для принятия новых правил, необходимо принимать постановления правительства, меняющие только что принятые другие постановления. Заметим, что пока все обходится заявлениями и поручениями и никаких конкретных постановлений не вынесено.
- «Новатэк» рекомендовал акционерам утвердить дивиденды за второе полугодие 2010 года в размере 2,5 рублей за акцию. С учетом промежуточных дивидендов за первое полугодие размер выплат составит 4 рубля на акцию (дивидендная доходность 1%). Всего на дивиденды будет направлено 12,14 млрд. рублей или 30% от прибыли по МСФО за 2010 год.
- По словам Э. Набиуллиной, в феврале ВВП страны вырос на 0,2% по сравнению с январем. В годовом выражении темпы роста российской экономики составили 4,4%.
- Международные резервы Центробанка за прошлую неделю выросли на \$2,7 млрд. и достигли отметки в \$500 млрд. Если учесть переоценки, то получается, что за последнюю неделю ЦБ РФ купил валюты на \$0,9 млрд.
- «Новатэк» получил опцион на покупку 25,1% акций «Ямал СПГ». Таким образом, теперь у компании появились права на все 100% в проекте. У кого компания может купить акции, не раскрывается. Ранее эта доля принадлежала «Газпромбанку», но в 2009 году банк продал этот пакет. Новый опцион может быть исполнен до 1 июня 2012 года по цене в \$526 млн.
- ФАС продолжает бороться с нефтяными компаниями и предлагает им запретить строить или покупать АЗС в тех регионах, где их доля превышает 25%. Также ведомство предлагает определять цены на топливо, исходя из равнодоходности с экспортными поставками. Заметим, что действия ФАС не приведут к существенному снижению цен на бензин. Основная составляющая в бензине – это налоги. Поэтому, чтобы снизить стоимость топлива, правительству необходимо снижать эту компоненту, а не бороться с нефтяными компаниями.
- «Магнит» по итогам 2010 года заработал \$33,7 млн. чистой прибыли (P/E=37.5). По сравнению с 2009 годом прибыль выросла на 21,3%. Выручка компании за прошедший год увеличилась на 45,2% до \$7,77 млрд.

## Местное:

- ОАО «Пермское агрегатное бюро «Инкар» прекратит свое существование, объединившись с конструкторским бюро ОАО «Стар». В ходе объединения ОАО «Стар» выпустит акции, в которые будут конвертированы бумаги «Инкара».

# Конъюнктура рынков:



|                         | Рын. кап. \$<br>млн. | Абсолютное изменение, % |           |          |            |               | С начала<br>года | P/E   |       | EV/EBITDA |  |
|-------------------------|----------------------|-------------------------|-----------|----------|------------|---------------|------------------|-------|-------|-----------|--|
|                         |                      | За 1 день               | За 5 дней | За месяц | За 12 мес. | 09            |                  | 10П   | 09    | 10П       |  |
| <b>НЕФТЬ И ГАЗ</b>      |                      |                         |           |          |            |               |                  |       |       |           |  |
| Газпром                 | 187 467              | 0.44                    | -0.16     | 7.18     | 38.20      | 15.79         | 7.60             | 5.93  | 6.79  | 5.01      |  |
| Новатэк                 | 40 018               | 1.94                    | 4.57      | 5.28     | 100.10     | 11.13         | 48.59            | 22.52 | 33.84 | 15.54     |  |
| Роснефть                | 100 569              | 1.45                    | 4.67      | -1.22    | 19.11      | 22.84         | 15.44            | 9.72  | 8.58  | 6.18      |  |
| ЛУКОЙЛ                  | 61 472               | 1.47                    | 3.03      | 2.17     | 25.46      | 18.13         | 8.77             | 5.98  | 4.70  | 3.73      |  |
| Газпром нефть           | 25 213               | -0.69                   | 2.53      | -2.18    | -2.34      | 17.37         | 8.37             | 7.57  | 6.27  | 5.17      |  |
| Сургутнефтегаз          | 38 405               | 0.13                    | 0.72      | -8.05    | 8.16       | -5.61         | 10.46            | 8.12  | -     | 2.61      |  |
| ТНК-ВР                  | 43 491               | 1.40                    | 1.75      | -3.33    | 54.26      | 6.62          | 8.40             | 6.99  | 5.53  | 4.69      |  |
| Татнефть                | 14 063               | 0.54                    | 3.09      | 6.12     | 27.03      | 24.92         | 8.18             | 8.77  | 6.51  | 6.25      |  |
| <b>БАНКИ</b>            |                      |                         |           |          |            |               |                  |       |       |           |  |
| Сбербанк                | 80 115               | 3.92                    | 7.18      | 4.83     | 22.19      | 0.68          | 103.85           | 8.45  | -     | -         |  |
| ВТБ                     | 35 947               | 2.29                    | 5.17      | -1.23    | 23.35      | -3.49         | -                | 21.01 | -     | -         |  |
| <b>ЭНЕРГЕТИКА</b>       |                      |                         |           |          |            |               |                  |       |       |           |  |
| ОГК-1                   | 2 376                | 1.73                    | 8.43      | -5.19    | -6.91      | -15.28        | 24.01            | 17.47 | 15.05 | 8.33      |  |
| ОГК-2                   | 1 763                | 2.38                    | 9.98      | -0.15    | 6.85       | -15.01        | 50.95            | 11.65 | 24.16 | 8.55      |  |
| ОГК-3                   | 2 265                | -1.08                   | 3.48      | -4.69    | -24.97     | -21.02        | 16.67            | 39.98 | 7.68  | 12.75     |  |
| ОГК-4                   | 6 022                | 0.28                    | 5.91      | 5.59     | 36.02      | -8.24         | 34.53            | 18.01 | 21.48 | 11.98     |  |
| ОГК-5                   | 3 174                | 0.02                    | 7.87      | -1.16    | 0.41       | -9.63         | 31.35            | 11.07 | 16.34 | 7.29      |  |
| ОГК-6                   | 1 476                | 1.67                    | 8.56      | -2.09    | 16.61      | -10.11        | 19.11            | 25.96 | 12.06 | 11.48     |  |
| ТГК-9                   | 1 150                | 0.34                    | 3.56      | -11.36   | -13.66     | -13.66        | 9.15             | 24.67 | 8.01  | 7.12      |  |
| Русгидро                | 14 743               | 1.06                    | 5.02      | -1.45    | -1.18      | -12.16        | 15.20            | 10.52 | 9.24  | 6.50      |  |
| ИнтерРАО                | 4 285                | 0.81                    | 9.11      | -0.91    | -20.42     | -12.42        | -                | 19.27 | -     | 9.08      |  |
| ФСК                     | 17 478               | -0.61                   | 8.12      | -1.26    | 10.67      | 7.35          | -                | 20.89 | -     | 8.94      |  |
| <b>ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ</b> |                      |                         |           |          |            |               |                  |       |       |           |  |
| Ростелеком              | 4 164                | -0.07                   | 3.24      | 5.15     | 8.03       | 3.23          | 35.85            | 45.69 | 19.66 | 19.60     |  |
| МТС                     | 17 710               | 0.19                    | 1.47      | 0.87     | -0.21      | -3.21         | 17.63            | 10.66 | -     | -         |  |
| <b>МЕТАЛЛУРГИЯ</b>      |                      |                         |           |          |            |               |                  |       |       |           |  |
| ГМК Норникель           | 49 039               | 0.83                    | 1.73      | 6.27     | 44.40      | 1.58          | 18.86            | 9.77  | 10.98 | 6.54      |  |
| НЛМК                    | 26 440               | 2.63                    | 2.22      | -2.42    | 26.16      | -13.67        | 122.95           | 21.17 | 19.63 | 11.65     |  |
| ММК                     | 12 538               | 1.71                    | 7.17      | 1.82     | 13.12      | -3.61         | 54.04            | 28.92 | 15.31 | 9.91      |  |
| Северсталь              | 19 267               | 2.11                    | 1.90      | 2.46     | 40.36      | 4.46          | -                | 15.78 | 14.74 | 8.09      |  |
| Мечел                   | 13 143               | 4.31                    | 5.18      | -0.68    | 12.37      | 1.24          | 178.24           | 18.16 | 30.39 | 10.38     |  |
| Белон                   | 880                  | 0.46                    | 0.37      | -12.87   | -18.66     | -12.09        | 34.13            | 8.54  | 13.55 | 5.06      |  |
| Распадская              | 5 581                | 0.12                    | 3.68      | -10.48   | -2.34      | -5.74         | 47.87            | 22.87 | 22.64 | 15.04     |  |
| Полюс золото            | 11 311               | 1.17                    | 4.35      | -0.65    | 15.75      | -12.42        | 35.17            | 25.36 | 20.94 | 14.70     |  |
| Полиметалл              | 7 604                | 3.08                    | 4.80      | -0.56    | 71.66      | -4.86         | 79.21            | 43.45 | 33.54 | 25.21     |  |
| <b>УДОБРЕНИЯ</b>        |                      |                         |           |          |            |               |                  |       |       |           |  |
| Уралкалий               | 17 000               | 0.75                    | 2.11      | -2.69    | 85.01      | 3.32          | 59.15            | 20.87 | 33.21 | 14.46     |  |
| Сильвинит               | 8 099                | 0.92                    | 3.90      | -0.58    | 46.13      | 6.38          | 24.35            | 10.84 | 13.36 | 7.84      |  |
| Акрон                   | 2 095                | 0.21                    | 2.79      | -7.22    | 15.75      | 9.53          | 9.36             | 12.45 | 14.12 | 9.17      |  |
| <b>ПРОЧИЕ</b>           |                      |                         |           |          |            |               |                  |       |       |           |  |
| Аэрофлот                | 2 882                | -1.13                   | -3.96     | 3.20     | 18.68      | -7.89         | 32.31            | 13.66 | 10.57 | 6.98      |  |
| Седьмой континент       | 700                  | 2.56                    | 3.38      | -3.84    | 0.69       | 7.37          | 19.20            | 15.46 | 8.26  | 7.39      |  |
| Магнит                  | 12 507               | 0.10                    | 8.38      | 8.64     | 61.27      | -2.02         | 45.45            | 37.31 | 26.95 | 20.98     |  |
| ПИК                     | 2 271                | 1.19                    | 1.50      | -8.01    | -16.05     | 6.13          | -                | 3.02  | -     | -         |  |
| Система Галс            | 335                  | 1.72                    | 1.23      | -11.97   | -17.22     | -16.90        | -                | -     | -     | -         |  |
| ЛСР                     | 4 111                | 2.69                    | 3.11      | -4.94    | 8.97       | 10.18         | 27.66            | 15.21 | 10.88 | 9.53      |  |
| <b>МИРОВЫЕ РЫНКИ</b>    |                      |                         |           |          |            |               |                  |       |       |           |  |
|                         |                      | Абсолютное изменение, % |           |          |            |               |                  |       |       |           |  |
|                         | Последнее значение   | За 1 день               | За 5 дней | За месяц | За 12 мес. | С начала года |                  |       |       |           |  |
| Индекс S&P              | 1309.7               | 0.93                    | 2.82      | -0.77    | 12.35      | 4.14          |                  |       |       |           |  |
| Индекс РТС              | 2026.8               | -0.02                   | 3.25      | 4.86     | 33.78      | 14.49         |                  |       |       |           |  |
| USD/EUR                 | 1.4 169              | -0.13                   | 0.03      | 2.97     | 6.51       | 6.01          |                  |       |       |           |  |
| RUB/USD                 | 28.31                | -0.17                   | 0.37      | 2.07     | 4.46       | 7.86          |                  |       |       |           |  |
| RUB/EUR                 | 40.11                | 0.01                    | 0.37      | -0.90    | -1.85      | 1.77          |                  |       |       |           |  |
| Золото, \$ Oz           | 1432.78              | -0.06                   | 1.10      | 1.76     | 31.48      | 0.99          |                  |       |       |           |  |

**МИРОВЫЕ РЫНКИ**

|               | Последнее значение | Абсолютное изменение, % |           |          |            |       | С начала года |
|---------------|--------------------|-------------------------|-----------|----------|------------|-------|---------------|
|               |                    | За 1 день               | За 5 дней | За месяц | За 12 мес. |       |               |
| Индекс S&P    | 1309.7             | 0.93                    | 2.82      | -0.77    | 12.35      | 4.14  |               |
| Индекс РТС    | 2026.8             | -0.02                   | 3.25      | 4.86     | 33.78      | 14.49 |               |
| USD/EUR       | 1.4 169            | -0.13                   | 0.03      | 2.97     | 6.51       | 6.01  |               |
| RUB/USD       | 28.31              | -0.17                   | 0.37      | 2.07     | 4.46       | 7.86  |               |
| RUB/EUR       | 40.11              | 0.01                    | 0.37      | -0.90    | -1.85      | 1.77  |               |
| Золото, \$ Oz | 1432.78            | -0.06                   | 1.10      | 1.76     | 31.48      | 0.99  |               |

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.