

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 27 января 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ФСК ЕЭС ао	0.441	8.6
ГАЗПРОМ ао	197.1	3.8
Новатэк ао	323	3.2
Роснефть	247.5	2.8
Сбербанк	108.6	2.5
Сургнфгз-п	16.85	2.2
Сургнфгз	33.7	1.9
СевСт-ао	563.3	1.7
ВТБ ао	0.111	1.7
Сбербанк-п	73.08	1.5
Магнит ао	4100	1.3
Транснф ап	38699	1.0
ММК	35.5	1.0
Газпрнефть	133.2	0.8
ПолюсЗолот	1730	0.7
Ростел -ао	169	0.7
ОГК-3 ао	1.58	0.4
ЛУКОЙЛ	1897	0.4
Уркалий-ао	225.7	0.3
МТС-ао	256	0.2
ГМКНорник	7515	0.2
РБК ИС-ао	52.29	0.1
Татнфт Зао	161	0.0
Система ао	28.92	-0.2
Татнфт Зап	92.83	-0.2
УралСви-ао	1.55	-0.3
РусГидро	1.532	-0.5
Аэрофлот	78.52	-0.6
Ростел -ап	88.65	-0.7
ОГК-5 ао	2.865	-1.2

сильно поменялась за последние три года, вот только на дне эта бумага стоила почти 5 копеек!). Тот человек, который вложил бы 1 млн. рублей по вчерашнему закрытию и дождался целевой, получит в итоге 1.587 млн. Тогда как тот, кто вложился на день раньше, получит 1.737 млн. Разница заметна. Различие цены покупки может давать большой разбег в конце инвестирования. Особенно для тех, кто держит портфели долгосрочно, скажем, десятки лет и рассчитывает на общий рост рынка. Различие цены приобретения компаундируются по правилу сложного процента в огромные деньги.

Инвесторы пытаются выбирать акции, которые будут расти опережающими темпами. Но угадать это крайне сложно, мода на рынке переменчива. Справа приведены расчеты доходности рынков по рекламным материалам Tails advisors. Оказывается, бурный рост небольшого количества акций объясняет большую часть роста рынка каждый год. При этом не существует доказательств, что управляющие портфелей могут систематически идентифицировать такие акции заранее – попытки выбрать их могут привести к упущенным возможностям. Из этого следует, что инвесторы должны широко диверсифицироваться или оставаться полностью инвестированным все время, чтобы получить отдачу от рынка.

Другими словами, это камень в огород активного управления, и Tails advisors рекомендует придерживаться пассивного, индексного подхода. При этом минимизируются расходы на управление, аналитиков, брокерские комиссии, «проскальзывание» при торговле. Мы считаем, что в этих выводах есть смысл. Для подавляющего большинства долгосрочных инвесторов будет лучше, если они составят пассивный портфель с низкими издержками на управление, и если они даже не будут пытаться угадывать время покупки/продажи и отдельные

Ситуация выправилась, прирост индекса ММВБ на 1.8% говорит о том, что коррекция не удастся. Притом рост акций выглядит очень концентрированно, основной подъем приходится на «Газпром» (+4%), Сбербанк (+2.5%) и «Роснефть», а также на «НОВАТЭК» и «ФСК». Все названные бумаги являются «тяжелыми», имеющими большой вес. Из увеличения индекса на 30 пунктов они дали 22.5 (75% роста).

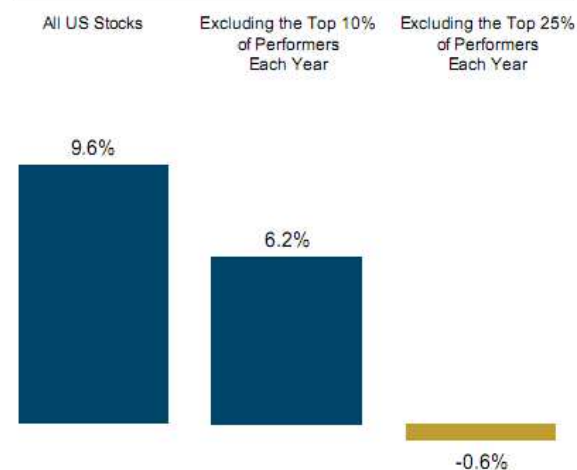
Бурный рост «ФСК» и «Газпрома» вчера носит элемент неожиданности для нас и, похоже, для многих инвесторов. Точнее так, мы считаем эти бумаги недооцененными, способными расти опережающими темпами к рынку. Однако попытки угадать время, когда они начнут расти крайне сложно. Почему именно вчера? Эти две акции в прошедшие 1.5-2 года показывали крайне неудовлетворительную динамику, отставая от рынка. При этом многие инвесторы махнули на них руками и «недовешивают» (underweight) их в своих портфелях. Для этого есть институциональные причины, если конечные инвесторы оценивают качество управления поквартально, то зачем держать бумаги, которые краткосрочно отстают?

Можно, конечно, пытаться догнать поезд после того как он отправился, но это будет иметь большое влияние на конечное благосостояние. Возьмем пример «ФСК», которая вчера выросла на 8.6%, справедливую цену по которой мы оцениваем в районе 70 копеек (наша оценка не

Рынки накануне:



Compound Average Annual Returns: 1926-2009



бумаги. Правда, это наталкивается на российские реалии – в США и многих развитых странах можно купить подобные пассивные портфели, скажем ETF (exchange-traded fund) с издержками порядка в 0.3% в год. Паи фонда торгуются как акции, купив один пай на бирже, инвестор получает широко диверсифицированный портфель. В России есть пассивные фонды, однако комиссии по ним находятся в районе 3%, что в 10 раз больше, чем хотелось бы.

Мы осознаем, что принижаем роль активного управления, но это честный ответ. Академическая среда почти единодушна, профессиональные экономисты по большей мере придерживаются пассивного подхода к инвестициям в акции, без амбициозных попыток быть «как Уоррен Баффет». Окружающий мир настолько сложен, что угадать все его повороты бывает очень сложно.

Но будем пытаться, поэтому вернемся к текущим событиям. Справа приведены данные из вчерашней публикации Bloomberg по тому, какие инструменты инвесторы считают наиболее и наименее привлекательными в этом году. В числе худших называются облигации (45%). Это понятно если учесть, что сейчас сохраняется политика околонулевых процентных ставок, которая вряд ли сохранится долго. По мере роста экономики центральные банки будут повышать ставки, чтобы не допустить инфляцию. Доходность 10-ти летних облигаций казначейства США сейчас находится на уровне 3.4%, тогда как «нормальным» следует считать уровень порядка 4.5-5%. При ожидаемой инфляции в США в районе 2-2.5% такая ставка будет означать реальную доходность 2-2.5%. Начиная с 80-х реализованная ex-post реальная доходность длинных облигаций в США была ближе к 3.5% (есть мнение, что это был разовый эффект из-за закладываемых инвесторами инфляционных «премий» после эпохи высокой инфляции 70-х.).

Величина дюрации 10-ти летних облигаций США составляет 8.5 лет. Если доходность вырастет на 1%, это означает, что курсовая цена этой облигации упадет примерно на $8.5 \cdot 1 = 8.5\%$. Купонная доходность в 3.4% не сможет перекрыть этот убыток даже за два года держания. Таким образом, длинные гособлигации вполне логично выглядят непривлекательными.

По результатам опроса, инвесторы также не любят недвижимость и не слишком жалуют золото. Поведение золота сродни поведению облигаций. Во время кризиса капиталы искали безопасности (flight to quality), но по мере нормализации следует ожидать обратного эффекта, капиталы будут возвращаться в более рискованные активы, которыми являются акции и товарные рынки.

Справа мы приводим график стоимости недвижимости в США, недавно были опубликованы оценки за ноябрь (статистика по недвижимости сильно запаздывает). Мы сравниваем поведение индекса стоимости домов с индексом инфляции, кривые нормированы январем 2000 года. Индекс потребительских цен в США за это время вырос на 29%, недвижимость показывает +43% даже после падения с максимумов на 30%. Не стоит, правда, делать из этого вывод, что недвижимость всегда обгоняет инфляцию. В первом приближении лучше считать, что оба индекса долгосрочно должны двигаться вместе.

Итак, мы согласимся с выводами инвесторов, что фондовые рынки являются более привлекательными, чем другие виды активов. Российские акции, в частности, должны продолжить восстановительный рост, который мы оцениваем 20-30% годовых на ближайшие пару лет. Это, конечно, выглядит уже не так волшебным как казалось с уровней «дна», но все равно неплохо.

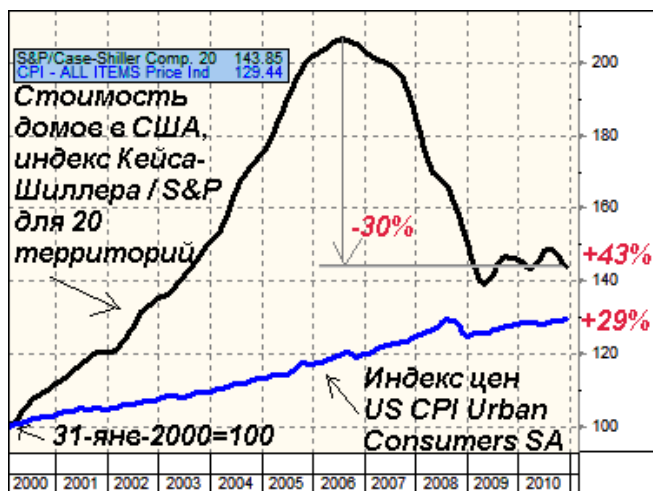
Вчера в Давосе президент РФ Д.Медведев «давал сигнал» инвесторам, что страна будет двигаться по цивилизованному пути. Мы не считаем шуткой возможность создания в Москве международного финансового центра, это вполне возможно. Но для этого нужна предсказуемая монетарная политика в стране, низкая рублевая инфляция. Тогда в стране появятся внутренние долгосрочные источники капитала. Правительство и Центробанк двигаются в этом направлении, но как-то медленно и неуверенно. Но, будем оптимистами...

What asset class do you think offers the HIGHEST RETURN over the next year?
Sorted.

Stocks	Commodities	Currencies	Real estate	Gold	Bonds	Have no idea
41	31	11	6	5	4	2

What asset class do you think will have the WORST RETURN over the next year?
Sorted.

Bonds	Real estate	Gold	Commodities	Stocks	Currencies	Have no idea
45	18	17	7	6	5	2



Вкратце:

- «Интерфакс» сообщает, что «Фосагро» ищет деньги на покупку активов «Сибур-минудобрений». В качестве потенциального объекта для покупки участники рынка называют кемеровский «Азот», который является непрофильным для «Сибура». Как пишет «РБК Daily», еще одним претендентом на «Азот» является «Акрон». Если сравнивать по производственным показателям с другими производителями азотных удобрений «Дорогобужем» и «Тольяттиазотом», «Азот» выглядят очень дешевыми.
- Американская компания ConocoPhillips планирует в первом квартале 2011 года завершить продажу оставшихся 2% акций «ЛУКОЙЛа». Скорее всего, бумаги будут продаваться в рынок, а вырученные средства Conoco отправит на выкуп собственных акций.
- «Роснефть» и ВР подписали соглашение о стратегическом партнерстве. Напомним, что обе компании намерены совместно разрабатывать ряд шельфовых месторождений в России. Также в рамках партнерства «Роснефть» и ВР обменяются своими акциями. По словам главы ВР Р. Дадли, из-за высоких затрат на извлечение, арктическая нефть будет дорогой. Скорее всего, по эффективности арктические месторождения будут уступать восточносибирским месторождениям (последние «Роснефть» может разрабатывать и самостоятельно), поэтому мы затрудняемся оценить выгоды, которые принесет партнерство с ВР.

- ФАС, обеспокоенная ростом цен на нефтепродукты, намерена начать проверять формирование цен на дизтопливо, стоимость которого с начала года выросла почти на 10%. По мнению ФАС, такой рост, даже с учетом повышения акцизов, является чрезмерным. Похоже, что ФАС может начать третью волну дел против нефтяных компаний, что чревато оборотными штрафами для последних. С учетом диссонанса в обществе, штрафы могут быть гораздо выше, чем в предыдущие разы, когда ФАС назначала минимально возможную величину. Однако нефтяные компании заявили, что их отпускные цены соответствуют биржевым котировкам в России, которые являются ориентиром для ФАС.

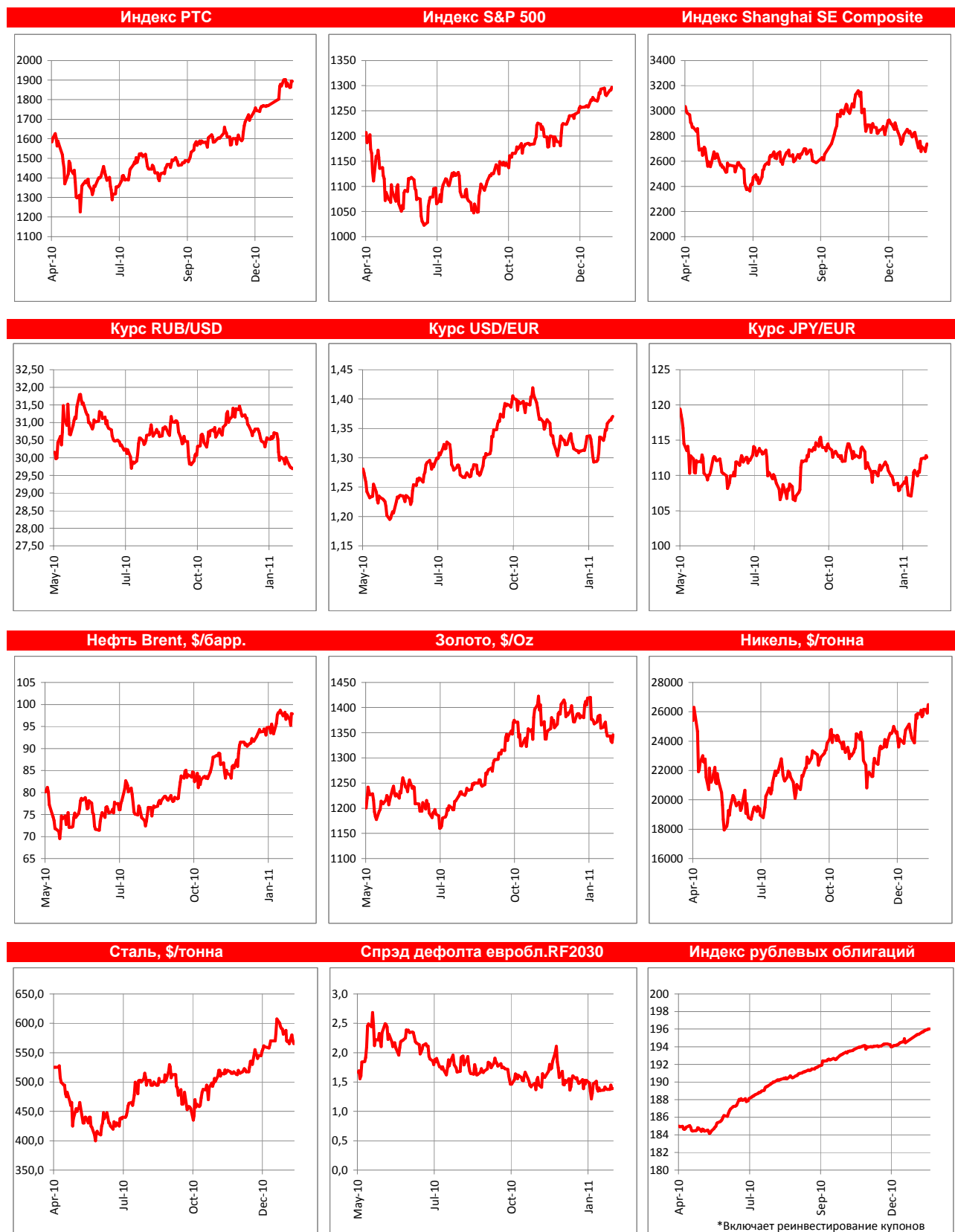


- «Ведомости» пишут, что правительство Москвы не хочет выносить на публичную продажу 46%-ый пакет акций «Банка Москвы». Сейчас основным претендентом на этот актив является ВТБ», недавно в борьбу включился «Альфа-банка». Как пишут «Ведомости», в правительстве Москвы готовится постановление о внесении акций «Банка Москвы» в капитал «Центральной топливной компании», которая перепродает их «ВТБ». Мы расцениваем эту новость как негативную для миноритариев «Банка Москвы», которые теперь могут не рассчитывать на рост котировок в борьбе за этот актив.
- «Челябинский трубопрокатный завод» в рамках IPO оценила себя в \$2-2,7 млрд. (105-138 рублей за акцию) Напомним, что инвесторам будет предложено 30% акций (допэмиссия + бумаги акционеров). В ходе размещения сама компания может привлечь \$470-621 млн., которые пойдут на погашение долгов. Сейчас бумаги торгуются ниже цены размещения. Скорее всего, компании удастся разместить весь объем только у нижней границы диапазона.

Местное:

- ФАС заявила, что не против объединения «Уралкалия» и «Сильвинита», если те зафиксируют цены на удобрения на внутреннем рынке. По словам главы ведомства, компании согласились с длительной фиксацией цен на удобрения для аграриев на уровне 4,2 тыс. рублей за тонну плюс инфляция. Напомним, что вчера появились сообщения, что ФАС берет еще два месяца на анализ этой сделки.
- «Экопромбанк» по итогам 2010 года заработал 54,8 млн. рублей чистой прибыли. Это на 31,8% ниже результата за 2009 год.

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	157 004	3,44	-0,83	1,04	8,45	1,69	6,37	5,39	5,95	4,62
Новатэк	32 978	4,32	-1,79	-0,63	75,40	-3,96	40,04	24,88	27,94	17,68
Роснефть	88 247	2,62	1,60	13,11	5,67	13,04	12,90	8,59	7,47	5,58
ЛУКОЙЛ	54 301	0,40	-1,97	9,22	15,93	9,43	7,75	6,12	4,43	3,97
Газпром нефть	21 257	0,69	-2,75	4,59	-12,43	3,77	7,06	6,45	5,51	4,61
Сургутнефтегаз	40 531	1,37	-3,46	9,18	32,53	4,46	11,03	8,75	-	3,05
ТНК-ВР	43 574	-0,32	-7,47	6,82	55,38	6,82	8,42	6,82	5,45	4,54
Татнефть	11 812	-0,72	-0,61	9,40	15,40	10,04	6,87	7,17	5,59	5,40
БАНКИ										
Сбербанк	78 905	2,39	0,61	3,20	25,54	3,99	102,28	8,99	-	-
ВТБ	38 968	1,65	1,37	9,10	53,88	9,71	-	22,78	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	2 648	1,35	-3,38	0,76	45,05	-0,99	26,76	22,79	17,19	10,20
ОГК-2	1 858	0,90	-3,66	-7,01	70,55	-6,08	53,70	20,54	22,51	11,14
ОГК-3	2 526	0,57	-4,59	-7,82	10,50	-7,66	18,59	37,08	9,62	19,92
ОГК-4	6 356	-0,56	-1,35	1,29	59,54	1,56	36,44	20,22	22,27	13,19
ОГК-5	3 405	-1,45	3,55	2,88	17,08	1,67	33,63	24,60	17,17	12,79
ОГК-6	1 598	4,56	5,15	2,08	94,06	2,01	20,68	31,61	12,84	14,99
ТГК-9	1 241	-2,08	-2,08	-2,34	27,46	-2,34	9,87	11,89	8,49	6,85
Русгидро	14 878	-0,71	-7,16	-6,13	19,91	-7,05	15,34	11,79	9,08	7,26
ИнтерРАО	4 687	0,42	0,21	-2,21	2,34	0,47	-	34,40	-	13,34
ФСК	18 282	7,84	11,96	22,22	30,56	19,89	-	20,82	-	9,86
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	4 141	0,72	0,88	17,07	14,54	7,66	35,65	37,85	14,14	13,81
МТС	17 167	0,08	-2,73	-1,01	10,93	-1,61	17,09	11,87	-	-
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	48 276	0,08	0,78	11,23	63,03	4,87	18,57	9,72	10,96	6,62
НЛМК	27 209	-0,24	-6,31	-0,49	48,15	-6,83	126,52	22,56	20,21	12,21
ММК	13 308	0,56	-2,41	9,75	21,93	7,29	57,36	27,92	16,14	10,22
Северсталь	19 128	1,42	-1,36	11,49	69,99	8,76	-	117,73	26,32	9,31
Мечел	13 155	2,31	-0,20	9,68	64,19	6,26	178,39	20,89	30,34	10,66
Белон	992	-0,54	-1,54	1,47	16,47	3,85	38,45	9,65	15,69	5,85
Распадская	5 998	2,64	-0,65	10,18	41,07	6,24	51,44	21,83	24,12	14,34
Полюс золото	11 070	0,41	-4,54	-7,42	13,45	-10,12	34,42	22,89	20,38	13,78
Полиметалл	6 810	0,27	-8,76	-9,42	80,62	-10,65	70,94	38,78	30,23	23,07
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	16 138	0,07	-4,44	7,11	72,85	2,86	56,15	24,70	31,70	20,12
Сильвинит	7 512	0,06	-0,55	5,34	24,94	3,47	22,59	14,05	13,14	10,21
Акрон	2 210	1,15	2,52	26,69	43,29	21,13	9,87	13,78	14,60	9,94
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 937	-0,52	-1,64	-0,76	46,00	-1,54	32,93	14,39	10,59	7,09
Седьмой континент	627	0,81	-0,56	0,16	-1,75	0,82	17,19	14,57	7,49	6,86
Магнит	12 289	1,33	-2,89	3,28	98,06	0,96	44,66	36,84	26,36	20,52
ПИК	2 131	1,96	0,23	-1,02	-11,64	4,48	-	2,83	-	-
Система Галс	378	0,11	-0,37	-0,34	1,12	-1,57	-	-	-	-
ЛСР	3 838	1,87	-0,43	9,07	70,13	7,89	25,83	35,54	10,10	13,52

МИРОВЫЕ РЫНКИ

	Последнее значение	Абсолютное изменение, %				С начала года
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	
Индекс S&P	1296,6	0,42	1,15	3,11	18,14	3,10
Индекс РТС	1894,	-0,05	1,37	7,34	30,95	6,99
USD/EUR	1,3 705	0,16	1,75	4,37	-2,39	2,54
RUB/USD	29,69	0,08	1,09	2,49	2,08	2,85
RUB/EUR	40,71	-0,20	-0,82	-1,86	4,49	0,27
Золото, \$ Oz	1345,83	1,13	-0,47	-2,45	23,88	-5,14

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.