

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 29 декабря 2010 г.

Лидеры изменения в индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ФСК ЕЭС ао	0.366	1.4
Уркалий-ао	213.1	1.3
ПолусЗолот	1880	0.9
ГМКНорНик	6800	0.7
Роснефть	219.8	0.6
Система ао	26.8	0.4
ЛУКОЙЛ	1742.2	0.4
Ростел -ап	79.89	0.4
СевСт-ао	507.99	0.3
Татнфт Зап	83.47	0.3
ММК	32.299	0.3
УралСви-ао	1.421	0.2
Магнит ао	3974.1	0.2
Ростел -ао	144.52	0.2
Новатэк ао	325	0.0
РусГидро	1.63	0.0
Газпрнефть	127.44	0.0
МТС-ао	257.71	-0.1
Татнфт Зао	146.86	-0.1
ОГК-3 ао	1.71	-0.2
ГАЗПРОМ ао	194.41	-0.3
ОГК-5 ао	2.777	-0.3
Сурнфгз-п	15.43	-0.3
ВТБ ао	0.1011	-0.4
Сурнфгз	30.725	-0.4
Сбербанк	104.47	-0.6
Сбербанк-п	75.89	-0.8
Аэрофлот	78.3	-1.5
Трансф ап	38980	-2.4
РБК ИС-ао	50.48	-3.3

Нет особого смысла обсуждать +0.08% прироста индекса ММВБ. Есть «разнонаправленные» изменения отдельных акций, превышающие 1% и даже 2%, но мы связываем их в большей мере перекосами на неликвидности, в которых нет особого смысла.

Британия, где находится основной центр торговли расписками, вчера отдыхала и сегодня откроется. Российские игроки и инфраструктура уйдут на длительные праздники. За это время, безусловно, возможны существенные изменения следом за общей конъюнктурой рынков. Но угадать их практически невозможно.

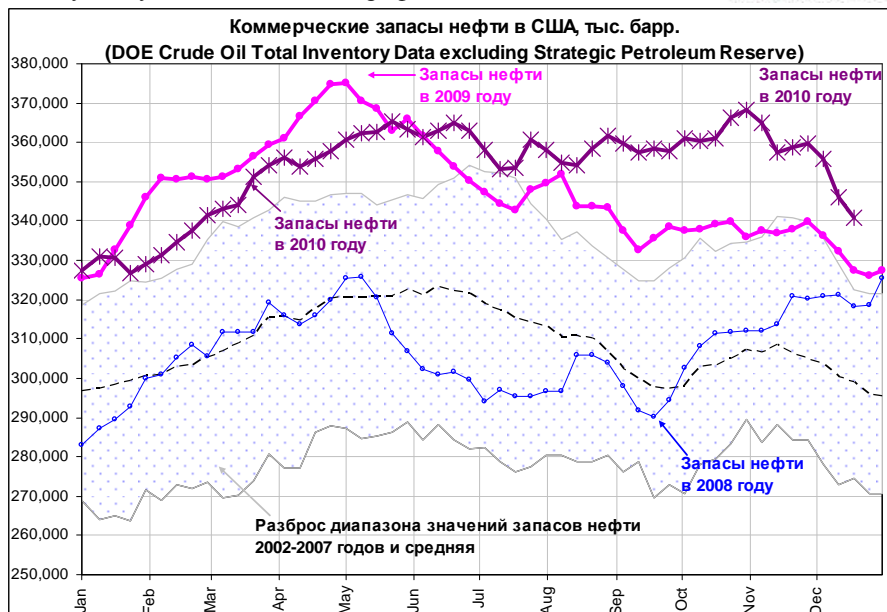
Мы не станем обсуждать забавный миф о «новогоднем ралли», верующие в него могут сказать, что оно прошло в начале декабря. Если рынок откроется 11 января с повышением, они получат еще одно «подтверждение». Даже если подобная сезонная аномалия существовала, она мало что значит с точки зрения долгосрочной судьбы акций, посему мы предпочитаем игнорировать подобные разговоры.

Нефть продолжает торговаться в районе посткризисных максимумов, ближайший фьючерс на WTI на NYMEX находится на \$91.5, и аналогичный контракт на Brent находится на \$94.2/баррель. Завтра будут опубликованы цифры

коммерческих запасов нефти в США. Весь 2010 год они находились на рекордных уровнях, правда, не оказывая особого депрессивного влияния на цены на нефть. Под конец года они начали резко снижаться, и возможно, новая цифра подтвердит этот тренд. Завтра мы опубликуем обновленный график с этими данными.

Цены на нефть, видимо, оказывают положительное влияние на курс рубля, достигший 30.3 руб./\$. При приблизительной стабильности курса евро к доллару (декабрь 1.3-1.35 €/ \$), это привело к заметному укреплению бивалютной корзины. С максимума начала ноября, то есть меньше чем за 2 месяца, укрепление корзины уже составило 1.9 руб. (см. график справа). Становятся очень заметными колебания к евро, в начале ноября курс составлял 43.8 руб./\$, сейчас 39.8 руб./\$, держатели наличной единой валюты потеряли за пару месяцев 9.5%.

Рынки накануне:



Мы считали и продолжаем считать осеннее падение рубля временным явлением, связанным со случайными перекосами в платежном балансе из-за отрицательной величины счета капитала. Подобный «отток» капитала вряд ли может быть постоянным. Прогнозируя будущее, можно предполагать, что эта величина будет около нулевой, коль скоро Центробанк все более отстраняется от управления курсом. А если так, то на валютном рынке будет преобладать перекосы в части счета текущих операций, а именно большой экспорт по сравнению со сравнительно небольшим импортом. Чтобы платежный баланс оставался сбалансированным, импорт должен наращиваться, а это возможно, с технической точки зрения, через реальное укрепление рубля. Рублевые зарплаты должны иметь большую покупательную способность, если выражать их в зарубежных валютах и долларе в том числе. Мы понимаем, что данная фраза может выглядеть слегка витиевато, но ее смысл – рубль будет укрепляться реально и, если это будет позволять Центробанк, то и номинально. Наш условный прогноз на следующий год - диапазон 28-30 руб. за доллар.

Вчера глава ВТБ Костин встречался с премьером Путиным, и они обсуждали судьбу банка. Костин пообещал, что в 2010 году прибыль превысит 50 млрд. рублей, а в следующем будет 80 млрд. руб. Также он пообещал цену акции банка в 15 копеек в 2013, а превышение уровня цены IPO – 13.6 копеек в 2012 году. Мы собираемся обсудить эти цифры.

Текущая цена составляет 10.1 коп. и обещанные 15 в 2013 означают темпы $(15/10.1)^{(1/3)}-1=14\%$ годовых (если будет достигнуто в конце 2013). Пока акции ВТБ дают мизерную доходность дивидендов, не превышающую 1%, мы ее игнорируем. Отдача в 14% годовых примерно близка к используемым аналитиками ставкам дисконтирования (11-13%), которыми измеряется ожидаемая отдача от вложения в акции. Называемая цель в 15 коп. за акцию вполне возможна, но у нас есть определенные опасения, что в 2013 году банк не будет устойчиво торговаться на этих уровнях (касание на обычной рыночной волатильности возможно).

В настоящее время ВТБ торгуется с мультипликатором P/BV=1.9, а балансовая стоимость акции на конец года 5.3 копейки. Названная Костиным прибыль не является значительной, ROE=9.6% для 2010 года, и 14% по 2011 году. Это можно сравнить с показателями «Сбербанка», 17% и 24% соответственно. Оба банка имеют «конкурентное» преимущество перед негосударственными комбанками, связанное с тем, что они воспринимаются менее рискованными и поэтому имеют дешевое фондирование. При этом «Сбербанк» (видимо в большей мере по историческим причинам и инерции восприятия людьми) может активно пользоваться этим, а ВТБ никак не удается – все годы после IPO его деятельность разочаровывала.

Это хорошо, что ВТБ удается наращивать прибыль, но с отдачей даже в 14% он не выглядит слишком прибыльным и заслуживающим мультипликатора P/BV около 2, тогда как «Сбербанк» с его устойчивой отдачей более 20% должен торговаться выше этой цифры. Текущее P/BV 2.5 «Сбера» нам кажется вполне оправданным, но никак не дешевым, мы не видим избыточного потенциала в этой бумаге. Точно также по ВТБ мультипликатор P/BV=1.9 не вызывает у нас особого энтузиазма, в этом коэффициенте рынок отражает предположение, что ВТБ наконец-то исправится и начнет зарабатывать заметную прибыль после катастрофических 2007-2010, когда ROE был либо отрицательным (убытки), либо недостаточным.

Даже если верить Костину, и в мае 2013 года будет 15 копеек, со времен народного IPO мая 2007 по 13.6 копеек курсовая доходность за 7 лет составит $(15/13.6)^{(1/7)}-1=1.4\%$, не считая, повторимся, незначительных дивидендов. Это катастрофическая инвестиция, учитывая инфляцию за период, в среднем, 10%, которая почти в 2 раза обесценила покупательную способность рубля, в нашем случае - копейки. Рост индекса цен можно прикинуть по формуле $(1+10\%)^7=1.95$. Перефразируя сказанное, 13.6 копеек в 2013 году будут эквивалентны 26.5 коп. ($=13.6*1.95$), а «народные инвесторы» получают только 15 копеек. Реальный убыток почти 50%.

В чем причины такого поведения? В том, что на IPO бумаги были переоценены из-за чрезмерного энтузиазма инвесторов, подогретого тогдашним банковским бумом. Мы тогда считали ВТБ переоцененным, об этом говорила наша (вполне оптимистическая) модель финансов банка, тогда как среди аналитиков не было ни одной рекомендации «продавать» (по-крайней мере, мы не видели). Хуже того, нам посчастливилось выслушать замечания, что мы «дураки», поскольку другие участвуют в IPO, а мы не желаем. Сейчас мы чувствуем себя отомщенными.

Формат записки не позволяет изложить все доводы (их много, мы по теме проводили семинары), но мы можем проиллюстрировать это примитивной моделью с постоянным ростом и постоянной отдачей. В ней $P/BV=(ROE-g)/(COE-g)$, где ROE – отдача, COE – ставка дисконтирования, составлявшая типично 11%, а g - темпы роста в районе 5%. Разница была только в ожидаемой отдаче, мы ставили долгосрочно 14%, аналитики в среднем порядка 20-22%. Наш оценочный P/BV получался 1.5, у других ближе к 3, разница в 2 раза.

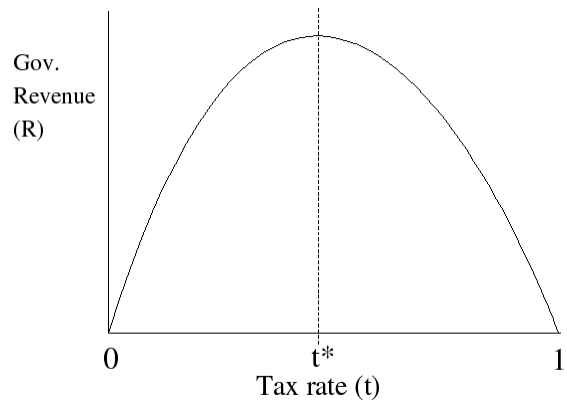
Мы использовали низкую отдачу потому, что банковская отрасль приближается к теоретической «модели идеальной конкуренции», подразумевающей большое количество покупателей, большое количество продавцов, и где конкуренция сводится только к цене. То есть не действуют «неценовые факторы», такие как бренд (глупо брать кредит дороже из-за бренда «Сбера»). К сожалению, для банков там трудно зарабатывать большую отдачу, если, конечно, не попасть в узкую нишу (как «Русский стандарт» до отмены скрытых комиссий, получавший ROE порядка 70%, но это было слишком краткосрочно). Именно поэтому мультипликаторы P/BV банков в районе 3 и

выше нам кажутся неустойчивыми и иррациональными. Нормальными мультипликаторами банков являются цифры в районе чуть выше 1 и до 2. Конечно, если банк не показывает сверхотдачи.

В период бума кредитования 2006-2008 годов рынок, возможно, был подогрет западными покупателями по хорошим мультипликаторам, но это было лишь временное явление. Для иностранцев выход на российский рынок может представлять собой «реальный опцион», возможность занять большую нишу, что позволяло давать им премии к идеальной «справедливой цене». Но этот период прошел, тем более что кризис показал, что банки способны не только зарабатывать прибыль (сравнительно небольшую, см. выше), но и терять огромные деньги и даже банкротиться в определенные годы.

Вкратце:

- «Интер РАО» установило цену размещения акций допэмиссии в 5,35 копеек за штуку. С учетом нового выпуска, стоимость компании оценена в \$29 млрд. Бумаги размещаются по закрытой подписке и основными покупателями будут Росимущество и госкомпании, которые оплатят акции деньгами и долями в различных энергокомпаниях. В частности, «Интер РАО» получит 66,05% «ОГК-1» по цене в 1,12 рублей за акцию, 50,92% «Мосэнергосбыта» по 0,41 рублей за акцию (подробный список опубликован на сайте «Интер РАО»). Компания не исключает, что в течение двух лет они могут перейти на единую акцию с теми компаниями, где доля «Интер РАО» превышает 75%. Первый кандидат – «ОГК-1». Также «ИнтерРАО» покупает 85% «ОГК-3» у «Норникеля». Таким образом, «Интер РАО» становится своего рода вторым «РАО ЕЭС».
- «Русал» ответил отказом на предложение от «Норникеля» по выкупу собственных 25% акций за \$12 млрд. Как пишет «Интерфакс» со ссылкой на источники, за блок-пакет «Русал» запросил \$16 млрд., в то время как «Норникель» был готов заплатить \$14 млрд.
- «Ведомости» со ссылкой на исследование Центра стратегических разработок пишет, что собираемость страховых взносов начала снижаться. По оценкам Центра, в 2011 году из-за роста налоговой нагрузки на бизнес, внебюджетные фонды могут недополучить порядка 800 млрд. рублей или 1,5% от ВВП. Причина - уход бизнеса в «тень» из-за роста налоговой нагрузки за счет страховых взносов в ПФР. Справа мы приводим кривую Лаффера, которая отражает зависимость между налоговыми поступлениями и динамикой налоговых ставок. Так как бизнес уже начал реагировать, похоже, что дальнейшее увеличение налоговой нагрузки будет только ухудшать собираемость налогов.

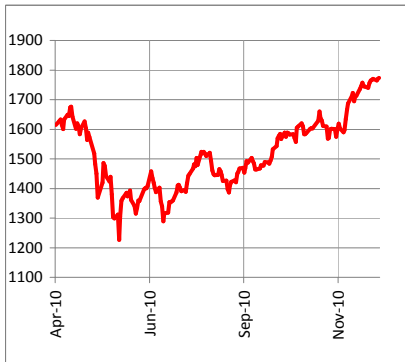


Местное:

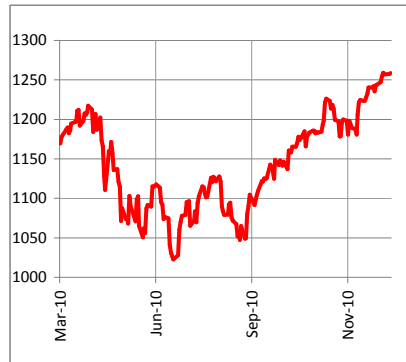
- Пермское УФАС возбудило дело в отношении «ЛУКОЙЛ-Пермнефтепродукта» и «ЛУКОЙЛ-ПНОС», которые с октября повысили цены на дизтопливо на 27%. Само дело будет рассмотрено 17 января 2011 года.

Конъюнктура рынков:

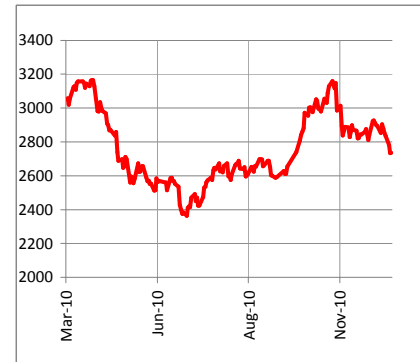
Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



Курс RUB/USD



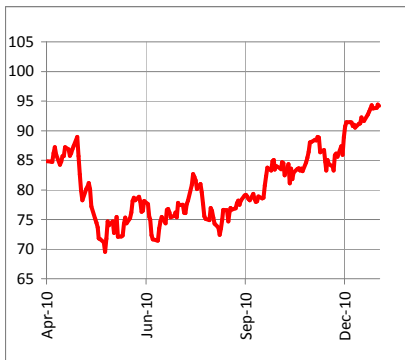
Курс USD/EUR



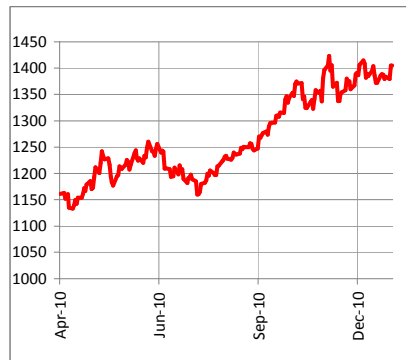
Курс JPY/EUR



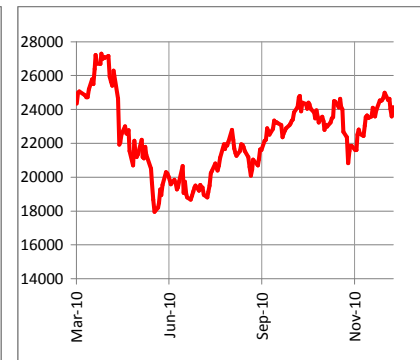
Нефть Brent, \$/барр.



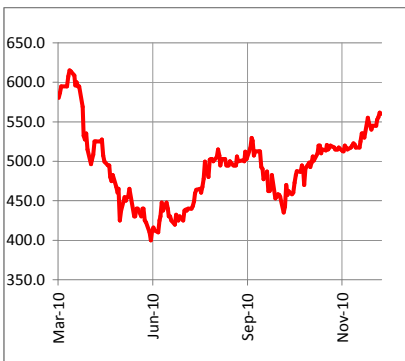
Золото, \$/Oz



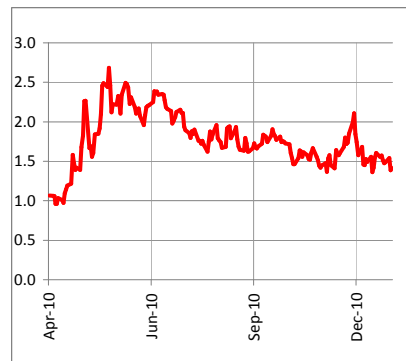
Никель, \$/тонна



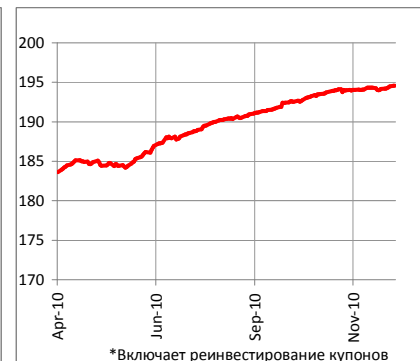
Сталь, \$/тонна



Спрэд дефолта евробл.RF2030



Индекс рублевых облигаций



*Включает реинвестирование купонов

	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	151 728	-0.25	-0.72	12.31	5.95	6.10	6.15	5.36	5.84	4.64	
Новатэк	32 538	0.16	3.70	21.75	93.46	91.08	39.51	25.43	27.54	17.94	
Роснефть	76 700	0.43	-0.39	4.73	-13.08	-12.89	11.22	7.59	6.70	5.09	
ЛУКОЙЛ	48 837	0.35	-0.52	3.53	1.89	2.71	6.97	5.74	3.98	3.65	
Газпром нефть	19 950	0.28	-0.69	2.84	-22.67	-22.01	6.62	6.09	5.25	4.48	
Сургутнефтегаз	36 154	-0.51	-0.13	3.33	13.77	14.41	9.84	7.75	-	2.52	
ТНК-ВР	40 792	0.00	0.00	9.90	58.14	57.68	7.88	6.52	5.17	4.38	
Татнефть	10 536	-0.32	-1.59	-1.85	4.12	5.00	6.13	6.32	4.87	4.72	
БАНКИ											
Сбербанк	74 398	-0.59	-2.09	3.74	28.84	25.73	96.44	15.51	-	-	
ВТБ	34 834	-0.39	-3.16	-0.12	43.90	45.59	-	21.11	-	-	
ЭНЕРГЕТИКА											
ОГК-1	1 765	0.59	3.18	8.70	63.57	62.91	17.84	18.81	14.45	9.29	
ОГК-2	1 924	-1.60	-0.22	2.24	93.38	94.44	55.62	24.32	23.58	13.54	
ОГК-3	2 677	-0.18	1.42	2.15	17.36	16.72	19.71	57.30	10.88	23.19	
ОГК-4	6 062	-1.32	-5.97	-3.09	81.91	80.11	34.75	21.14	21.48	13.80	
ОГК-5	3 240	0.00	-2.05	-2.80	28.73	29.45	32.00	24.75	16.71	12.12	
ОГК-6	1 540	0.56	8.39	9.62	91.91	93.71	19.94	36.33	12.06	14.10	
ТГК-9	1 240	0.00	2.13	-1.54	53.60	53.60	9.87	8.92	7.16	4.43	
Русгидро	15 487	-0.18	-1.93	0.06	39.78	43.22	15.97	12.06	9.35	7.57	
ИнтерРАО	4 674	-0.41	1.03	4.53	6.52	1.82	-	34.80	-	13.42	
ФСК	14 926	1.94	1.10	1.66	13.27	15.05	-	17.29	-	8.11	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ											
Ростелеком	3 477	0.40	-1.24	4.65	-3.20	-2.60	29.93	28.22	7.14	7.28	
МТС	16 946	-0.18	-1.19	1.56	16.36	16.32	16.87	11.71	-	-	
МЕТАЛЛУРГИЯ											
ГМК Норникель	42 731	0.58	1.50	13.79	59.48	60.36	16.44	8.71	10.02	6.16	
НЛМК	26 761	-0.02	-2.08	12.61	48.87	47.38	124.44	21.27	20.01	11.95	
ММК	11 901	0.27	0.13	3.76	26.59	29.03	51.30	23.24	14.34	8.80	
Северсталь	16 848	0.32	-1.33	13.26	99.90	100.24	-	116.26	23.69	8.42	
Мечел	11 754	0.11	-2.29	15.82	76.76	76.57	159.40	18.66	28.26	9.93	
Белон	947	-0.99	-2.73	0.28	32.17	32.73	36.73	8.51	14.43	5.28	
Распадская	5 488	2.99	2.39	11.62	48.60	45.71	47.07	20.22	22.12	13.00	
Полюс золото	11 861	1.34	0.48	7.09	19.26	18.83	36.88	24.59	21.86	14.84	
Полиметалл	7 426	0.91	0.42	-0.51	102.95	99.49	77.36	41.37	32.84	24.66	
УДОБРЕНИЯ											
Уралкалий	14 885	0.92	-0.94	22.29	69.64	69.33	51.79	25.17	29.22	18.35	
Сильвинит	6 986	0.08	-1.23	3.74	14.58	14.54	21.01	13.40	12.31	9.80	
Акрон	1 721	0.80	-1.00	14.59	30.73	27.26	7.68	10.25	12.16	7.90	
ПРОЧИЕ											
Аэрофлот	2 871	-0.90	-2.48	-2.35	52.55	48.45	32.19	15.79	10.19	7.12	
Седьмой континент	610	-0.38	-1.47	-0.68	9.64	7.78	16.73	13.74	7.29	6.68	
Магнит	11 658	0.10	1.00	9.87	84.95	83.82	42.37	34.74	24.91	19.32	
ПИК	2 110	0.09	-3.25	10.00	6.31	5.11	-	2.80	-	-	
Система Галс	372	0.00	2.51	4.04	20.52	18.07	-	-	-	-	
ЛСР	3 431	-0.40	-1.85	15.42	77.09	74.73	23.09	23.77	9.06	10.61	
МИРОВЫЕ РЫНКИ											
		Абсолютное изменение, %									
	Последнее значение	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года					
Индекс S&P	1258.5	0.08	0.92	5.96	11.75	12.86					
Индекс РТС	1773.1	0.18	0.52	11.57	22.69	22.74					
USD/EUR	1.3 128	0.01	0.31	0.18	-8.50	-8.39					
RUB/USD	30.33	-0.07	1.19	3.40	-0.58	-0.97					
RUB/EUR	39.82	-0.04	0.85	3.28	8.65	8.16					
Золото, \$ Oz	1404.6	-0.03	1.24	2.74	27.95	27.85					

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.