

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 30 ноября 2010 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ПолюсЗолот	1764	1.6
ОГК-3 ао	1.674	0.2
УралСвИ-ао	1.374	0.2
Сургнфгз	29.691	-0.1
Транснф ап	40580	-0.2
ВТБ ао	0.1012	-0.2
Магнит ао	3617	-0.2
Система ао	26.14	-0.2
МТС-ао	254	-0.4
Ростел -ао	138.31	-0.4
Сбербанк-п	73.62	-0.5
ММК	31.13	-0.5
Ростел -ап	77.36	-0.5
ФСК ЕЭС ао	0.361	-0.6
Сургнфгз-п	14.524	-0.6
Новатэк ао	266.93	-0.6
Сбербанк	100.71	-0.6
ОГК-5 ао	2.858	-0.7
Татнфт Зао	148.62	-0.8
ГАЗПРОМ ао	173.03	-0.8
РусГидро	1.629	-0.9
Роснефть	209.5	-1
ГМКНорник	5973	-1.2
Газпрнефть	124.3	-1.3
Аэрофлот	80.3	-1.5
Татнфт Зап	76.65	-1.5
РБК ИС-ао	37.4	-1.5
СевСт-ао	447	-1.8
ЛУКОЙЛ	1682.9	-1.8
Уркалий-ао	174.5	-2.5

Индекс ММВБ показал -0.75% , практически все ликвидные акции падали вслед за мировыми рынками. Несмотря на то, что проблема Ирландии разрешилась, проблема периферийных стран Европы далека от разрешения.

Это имеет под собой обоснование – Азиатский кризис начался в июле 1997 года с крушения валюты небольшой страны – Таиланда. После краха бата «заражение» прокатилось по региону от Индонезии и Малазии до практически развитой страны Кореи. Затем, в 1998-м перекинулось на Россию. Качались Турция, Бразилия. Можно сказать, что кризис завершился в 2001 году дефолтом Аргентины. Но можно уверять, что его последствия до сих пор ощущаются, поскольку Аргентина до текущего года оставалась в состоянии дефолта – то есть имела неурегулированные обязательства. Этот последний эпизод показал, что долговые кризисы живучи. С тех пор развивающиеся страны вместо долгов накопили собственные финансовые активы и, в большей мере, не являются «слабым» звеном. Но инвесторы нашли другую причину для беспокойства в окраинных странах Европы. Похоже, что призрак дефолтов стран PIIGS еще не оставит нас долго.

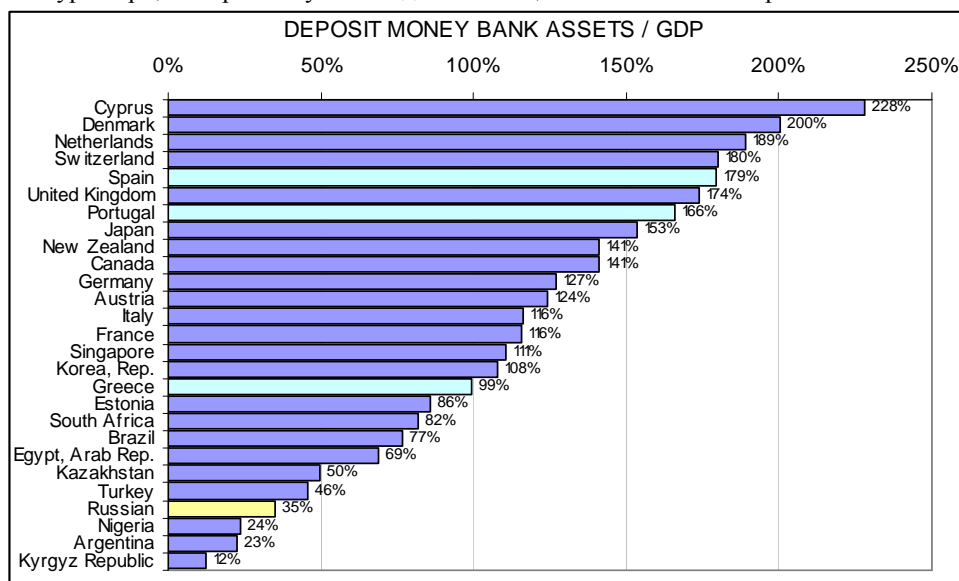
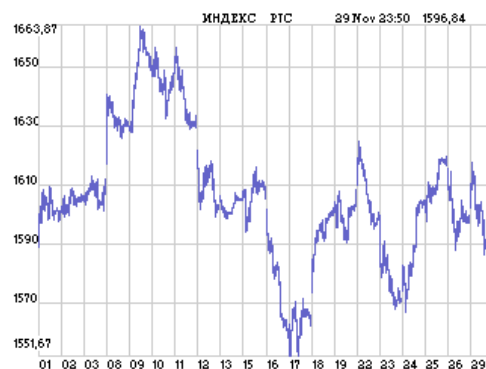
Потенциальный случай дефолта некоей страны из этой когорты страшен возможным разрушением функционирования европейской банковской системы, притом что Европа имеет высокий вклад в мировой ВВП. По номинальным курсам в 2009 году ВВП ЕС оценивается Всемирным банком в \$12.46 трлн., что составляет 21% от мирового ВВП и сопоставимо с экономикой Штатов, измеряемой \$14.26 трлн. Поговорка «когда США чихает, мир подхватывает простуду» вполне может быть распространена и на Европу.

Ниже на графике мы показываем соотношения активов депозитных банков по сравнению с ВВП некоторых стран. Как показали события, большие дыры в бюджете возникают не только из-за необходимости поддерживать высокие траты (социальные обязательства, фискальный стимул), но и спасение банковской системы.

Новости об Ирландии влияют на курс евро, который опустился до 1.31 \$/€, хотя в начале ноября был выше 1.42. Рубль при этом так и не смог превысить отметку в 31.5, откатившись до текущих 31.3 руб./\$. Бивалютная корзина за вчера укрепилась почти на 25 копеек (до 34.75), а к евро курс приблизился к 41.12 руб./€, в начале месяца был 43.4.

Мы полагаем, что величина в 31.5 руб./\$ имеет некоторое психологическое влияние на спекулянтов и рынки, поскольку уже дважды, когда рынок приближался к этому уровню, от ЦБ РФ поступали сообщения о

Рынки накануне:



проводимых интервенциях в недопущение дальнейшего снижения. Так и вчера, возможно, рынок реагировал на слова Улюкаева о величине ноябрьских интервенций («на уровне» октябрьских, которые были \$3.8 млрд.). Итак, мы продолжаем придерживаться краткосрочного прогноза, что выше названной отметки рынок вряд ли пойдет (а если и превысит, то незначительно). В более среднесрочной перспективе мы ожидаем небольшого номинального укрепления в сторону 29-30 руб./\$. Девальвация рублю не грозит, осенний «отток» капитала (который похоже, является результатом гашения инвалютных долгов) не может продолжаться слишком долго, это временный фактор. В то время как перекося счета текущих операций является постоянным и длительным фактором, способствующим номинальному и реальному укреплению рубля.

Из отдельных акций можно выделить «ЛУКОЙЛ», опустившийся до локальных минимумов с сентября (рынок чувствует себя лучше как в последние месяцы, но и за последние 1.5 года акция «андерперформит», как весь нефтегаз в целом). «Уралкалий» показывает заметный минус, вероятно, под влиянием большого плюса накануне и под влиянием новостей о расширении величины нового провала. Вероятно, инвесторы «опасаются» новых вынужденных контрибуций компании в восстановление железной дороги и жизни Березников в целом.

Сегодня азиатские индексы снижаются. Китайские акции показывают заметный минус (см. справа индекс Шанхайской биржи, -3.8% в настоящее время). В комментариях указывается, что это «опасения» из-за Европы. Без сомнений, есть ссылки на грядущее повышение процентных ставок (в Китае растет инфляция), а также напряженность вокруг Северной Кореи.



Вкратце:

- "В четверг было заседание совета директоров (Банка Москвы), был официально дан старт кампании по покупке ВТБ доли в Банке Москвы. Собрание акционеров назначено на 21 февраля", - сказал собеседник агентства Интерфакс. По словам другого источника ВТБ нацеливается контроль в банке, а Москва готова продать всю свою долю в 46%. В настоящее время капитализация банка составляет 175 млрд. рублей (\$5.6 млрд.) По итогам полугодия 2010 банк имел собственный капитал 88.5 млрд. рублей (\$2.8 млрд.), но после этой даты разместить допэмиссию в 21.63 млн. акций по цене 1003 рубля (акции на рынке с февраля 2010 торгуются на одном месте около 960 руб.). Привлечено еще 21.7 млрд. рублей, что доводит капитал «Банка Москвы» до 110 млрд. рублей. Капитализация банка составляет (с учетом нового количества акций 180 млн.шт) 175 млрд. рублей, что предполагает мультипликатор P/BV = 1.6 (или даже чуть ниже если считать на конец 2010 года с учетом прибыли за второе полугодие). Известно, что ВТБ покупает банки около 2 капиталов, это относится к последним сообщениям по возможным сделкам с «Транскредитбанком» и «Хоум Кредит» (которые, правда, опровергает ВТБ). Сам ВТБ торгуется с P/BV=1.9 по ожидаемой на конец года величине балансового капитала. Так, что, если ВТБ действительно купит «Банк Москвы», то вполне возможна премия в 19%-25%. Правда, миноритарные акционеры могут не получить этой премии, если ВТБ попытается как-нибудь обойти обязательную по закону оферту.
- Премьер Белоруссии сообщил, что «Беларуськалий» может быть продан исходя из капитализации в \$30 млрд. По словам чиновника, такая цифра получилась после оценки предприятия. К сожалению, компания не раскрывает свои финансовые показатели, однако если ориентироваться на нашу оценку «Уралкалия», стоимость «Беларуськалия» в \$30 млрд. нам кажется адекватной. Напомним, что в начале августа появились сообщения о том, что Белоруссия может продать часть акций «Беларуськалия» и в качестве потенциального покупателя называли С. Керимова.
- «Газпром» может получить право продавать до 17,5 млрд. куб.м. газа (чуть более 3% от общей добычи) через биржевые торги. Напомним, что с 2006 по 2008 гг. в России работала электронная площадка, на которой «Газпром» и независимые производители продавали свой газ. В 2008 году объемы торгов составили 6,1 млрд. куб.м., цены были на 38% выше регулируемых тарифов. С 2009 года торги на бирже прекратились из-за того, что не вышло постановление правительства о продлении работы биржи. Так как биржевые торги показали, что потребители

готовы платить более высокую цену за газ, возобновление торгов станет еще одним аргументом в пользу повышения внутренних тарифов.

- «Евросибэнерго» отложил IPO в Гонконге из-за слабости фондового рынка. Напомним, что в ходе IPO планировалось продать акции на \$1,5 млрд. Возможно, истинной причиной остановки IPO является то, что «Евросибэнерго» объявила о создании СП с китайским China Yangtze Power, который впоследствии должен стать стратегическим инвестором российской компании.
- Вчера «Роснефть» определилась с планами по строительству перерабатывающего комплекса в Приморском крае. Предполагается, что в районе находки будет построен комплекс мощностью 10 млн. тонн в год, хотя ранее предполагалось, что мощность будет в два раза выше – 20 млн. тонн. Затраты компании на реализацию этого проекта могут составить \$4-5 млрд., а основная часть нефтепродуктов будет экспортироваться в страны АТР. Заметим, что «Роснефть» совместно с CNPC строит в Китае НПЗ, однако он не будет составлять конкуренцию, так как последний НПЗ ориентирован на китайский рынок, а новый – в другие страны этого региона.
- «Норникель» выставил на продажу 51,3% в американской Stillwater Mining, которая производит платину. Порядка 38% акций будут проданы по открытой подписке. Предполагается, что сделка будет закрыта не позднее 7 декабря. По оценкам, от продажи «Норникель» может получить до \$1 млрд., заработав на этой инвестиции \$650 млн. (контрольный пакет был куплен в 2002 году за \$341 млн.). Причиной продажи является то, что несмотря на контрольный пакет, «Норникель» не смог получить операционный контроль над американской компанией.
- «Ведомости» сегодня пишут, что «Евраз» может купить «Инпром». Ничем не примечательная новость, если бы не тот факт, что у «Инпрома» на рынке торгуются облигации, по которым был допущен дефолт. Вчера эти облигации торговались по 50/70% от номинала на ММВБ. Облигации гасятся в мае 2011 года, однако вряд ли «Евраз» допустит дефолт своей будущей «дочки». Если все пойдет по благоприятному сценарию, то инвесторы до мая могут заработать 42% в абсолютном выражении плюс купон в 9,5% годовых.

Местное:

- «Сильвинит» приобрел 15,88% акций «Соликамский строительный трест» («Соликамскстрой»), который построил для компании надземный комплекс ствола №5 Второго рудоуправления.
- «Пермский моторный завод» зарегистрировал выпуск облигаций на 2 млрд. рублей. Предполагается, что бумаги будут размещаться по открытой подписке. Вырученные средства компания планирует направить на погашение дорогих банковских кредитов и на финансирование инвестиционной программы.
- «Новый компаньон» пишет, что ученые высказали две причины провала в Березниках. Первая – это карстовая природа, а вторая – последствия затопления Первого рудника «Уралкалия».

Напоследок:

Акции «Ростелекома» торгуются дорого. В марте были приняты коэффициенты обмена по присоединению межрегиональных компаний связи (МРК) к «Ростелекому» и по идее должны были бы увидеть сближение цен. Рядом приведены коэффициенты, которые уже проголосованы собраниями акционеров и по которым идет конвертация.

Итак, берем цену «Уралсвязьинформа» - 1.374 руб. Исходя из коэффициента обмена 87.341 паритетная цена «Ростелекома» должна быть $1,374 * 87,431 = 120$ рубля. А «Ростелеком» стоит 138 руб., на 15% дороже. Почему?

Несколько месяцев назад можно было предполагать, что объединение разладится, да и информация была неофициальная. Но сейчас условия присоединения проголосованы собраниями акционеров, проходят технические процедуры. В начале следующего года вместо дочек «Связьинвеста» будет торговаться одна большая телекоммуникационная компания. Ситуация с переоцененностью продолжается с лета и удивляет.

Почему так происходит, куда делись арбитражеры? Нельзя ли это использовать в свою пользу и заработать?

Начнем издали – известно, что почти весь free-float обыкновенного «Ростелекома» в свое время скупил «Кит-финанс». Покупался пакет нарочито дорого, большинство аналитиков (как бы скептически к ним не относились) в то время резонно недоумевали и ставили рекомендацию «продавать».

Зачем «Кит-финанс» это делал, осталось загадкой, одно время по рынку гуляла догадка, что объединение дочек «Связьинвеста» будет проведено по несправедливым коэффициентам и что покроет переплату «Кит-финанса» за

	Ordinary	Preferred
Dagsvyazinform	1.795	2.284
Southern Telecom	19.378	24.648
Uralsvyazinform	87.341	111.602
North-West Telecom	4.102	5.22
VolgaTelecom	0.891	1.134
Far East Telecom	0.939	1.195
Sibirtelecom	46.537	59.374
CenterTelecom	3.867	4.92

счет акционеров МРК. Но этого не случилось, осенью 2008 года «Кит-финанс» лопнул, а объединение идет по вполне резонным коэффициентам.

Убытки от безумной скупки «Кит-финанса» достались российскому бюджету, то есть размазались по россиянам. Сейчас АСВ владеет 30% обыкновенных акций, чуть меньше на ВЭБе 9.8%, и еще 50.6% принадлежит «Связьинвесту». В свободном обращении меньше 10% обыкновенных акций на сумму не больше \$300 млн. Разные представители власти в виде ВЭБа, АСВ и Минфина борются за то, на ком, в конце концов, повиснут убытки. Похоже, они достанутся Минфину. «Балансовая» цена кит-финансовского пакета составляет 230 рублей за штуку (больше чем в 2 раза дороже, чем сейчас, если считать по паритетным ценам МРК)

Не трудно объяснить тот факт, почему «Ростелеком» был дорогим раньше. Есть такая модель рынка Гроссмана-Стиглица, которая предполагает два класса трейдеров – шумовых и фундаментальных. Фундаментальные игроки смотрят на стоимость, сравнивают с ценами рынка, продают дорогие и покупают дешевые бумаги. В противоположность, шумовые торгуют исходя из иных представлений. Они даже могут не влиять на рынок в случае, если их действия не коррелированы (одни продали - другие купили, эффекта ноль). В модели, только фундаментальные игроки могут обеспечивать

«эффективность» рынка, когда направленно двигаются в сторону "правильной" цены (это только модель, жизнь сложнее, шумовые трейдеры бывают коррелированы).

Чтобы «Ростелеком» упал, нужно чтобы кто-то продавал. Но с этим есть проблема – фундаментальных игроков давно должна была вымыть из состава акционеров скупка «Кит-финанса». Они давно переключились на другие, более дешевые акции. А шумовым трейдерам (или неактивным акционерам) в сохранившемся небольшом free-float все равно, какова сейчас цена. Так, что «Ростелеком» не может упасть ни к справедливой цене, ни к паритетной, диктуемой коэффициентами. Просто потому, что нет «фундаментальных» продавцов из действующих акционеров.

Но тогда «Ростелеком» можно бы продать «в короткую», поскольку это «шортабельная» акция, это задача арбитражера. Нужно занять на рынке «Ростелеком», продать, ожидая снижения. А на вырученные деньги купить, скажем, «Уралсвязинформ» и получить разницу в 15%, когда начнет торговаться объединенная акция. При этом не важно, куда пойдет рынок, позиция будет нейтральной по рынку.

Решения об объединении компаний уже приняты, где-то с февраля (оптимистично) все процедуры по объединению будут завершены. Заработать 15% за несколько месяцев это не так плохо? Занять бумаги не проблема, они «продаются» на рынке РЕПО. Но если это так очевидно, почему нет желающих получить эти «лежащие на тротуаре» деньги? Тут начнем перечислять аргументы против.

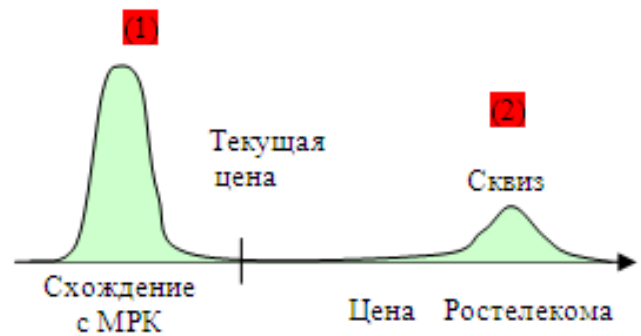
Первое и не самое главное – акции нового объединенного «Ростелекома» могут не сойтись даже после конвертации. По странным российским законам на ММВБ могут торговаться разные выпуски одного класса бумаг под разными тикерами (можно вспомнить, что после IPO «Внешторгбанка» «старый» выпуск взлетал до 20 копеек, когда «новый» эмиссионный даже не начал торговаться). Разные цены - это угроза арбитражеру. В принципе, большинство разумных эмитентов, в конце концов, объединяют выпуски в один, что позволяет не размазывать ликвидность. Но гарантий, что это сделает государственный «Ростелеком» нет. Так что не исключена ситуация, при которой текущий «старый» выпуск «Ростелекома» останется дорогим даже после присоединения МРК, в одном выпуске рынок будет "эффективным", в другом - нет.

Но главная проблема – это потенциальный «шорт сквиз» (squeeze ~ выдавливание) или «корнер» (corner – загнать в угол), что есть примерно одно и то же. В России нельзя занять акции слишком надолго и надежно. А это непереносимая часть шорта. Возможно, большую часть бумаг на рынке «продает» в виде РЕПО либо Внешэкономбанк, либо, даже, АСВ, зарабатывая на этом проценты. Бумага отдается на сроки порядка недели или двух. Если арбитражеры и занимали акции «Ростелекома», то источником предложения, могли быть эти структуры (но могут быть и другие, не суть). Если они договариваются и перестанут давать акции в долг, а также перестанут пролонгировать существующие сделки РЕПО, случится «сквиз». Держатели «шортов» будут вынуждены откупать акции обратно по второй «ноге» РЕПО, чтобы вернуть их. Арбитражеры окажутся загнанными в угол, придется

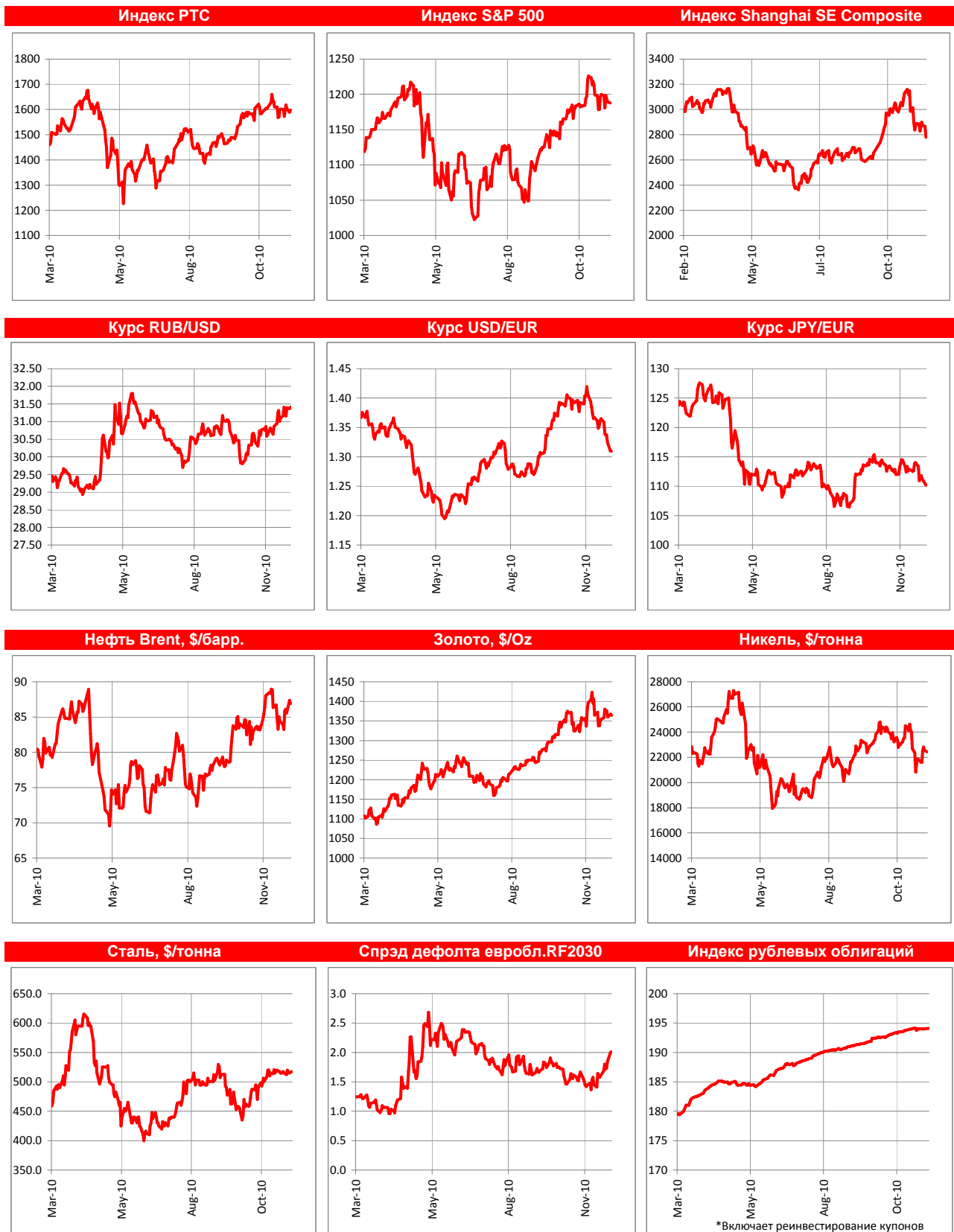


автоматически покупать по любой цене. При наличии злой воли можно устроить «корнер» (corner) так, что цены "Ростелекома" будут раза в два-три выше, чем сейчас. В итоге, арбитражеры получают вместо прибыли в 15% убыток измеряемый сотней процентов. Парадоксально, что возможность для «сквиза» останется даже после объединения, вплоть до тех пор, пока выпуски «Ростелекома» не объединят.

А если так, то возможно имеет смысл купить сейчас акцию «Ростелекома» вместо того, чтобы ставить на ее падение (!). Ставка асимметричная, вероятность потерять больше, но потери не так велики (~15%), как заработка в менее вероятном случае «сквиза» (условно, сотня процентов). Схематически это показано на рисунке справа.



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	130 429	-0.79	1.99	2.44	4.30	-5.53	5.29	4.67	5.20	4.18	
Новатэк	25 803	-0.58	-1.98	7.61	67.18	56.95	31.33	20.24	21.83	14.16	
Роснефть	70 704	-0.86	-1.51	-2.87	-10.48	-16.83	10.34	6.96	6.30	4.75	
ЛУКОЙЛ	45 544	-1.68	-2.28	-2.58	-0.37	-0.79	6.50	5.50	3.79	3.52	
Газпром нефть	18 728	-1.45	-1.97	2.97	-19.13	-24.17	6.22	5.80	5.00	4.39	
Сургутнефтегаз	33 781	-0.06	-0.57	-1.90	14.50	10.72	9.20	7.23	-	2.23	
ТНК-ВР	37 118	0.61	12.76	21.03	43.90	43.48	7.17	5.97	4.72	4.05	
Татнефть	10 363	-0.27	-0.91	1.04	7.05	6.97	6.03	6.29	4.65	4.60	
БАНКИ											
Сбербанк	69 238	-0.66	1.60	-0.57	45.67	21.19	89.75	16.05	-	-	
ВТБ	33 664	-0.39	-2.22	-0.21	62.74	45.73	-	19.44	-	-	
ЭНЕРГЕТИКА											
ОГК-1	1 567	-0.54	2.80	-0.72	58.93	49.86	15.84	14.24	12.75	7.45	
ОГК-2	1 817	0.46	1.81	6.67	113.99	90.19	52.52	25.53	22.80	12.62	
ОГК-3	2 530	0.30	-0.06	3.21	17.89	14.27	18.63	23.56	10.52	11.74	
ОГК-4	6 039	0.64	6.18	17.49	104.83	85.86	34.62	22.88	21.38	15.02	
ОГК-5	3 218	0.07	2.14	11.99	29.32	33.18	31.80	26.38	16.64	13.07	
ОГК-6	1 357	-0.75	1.07	5.01	92.42	76.71	17.57	26.39	10.92	12.68	
ТГК-9	1 222	0.00	0.00	0.51	74.22	56.80	9.73	8.79	7.05	4.36	
Русгидро	14 943	-1.03	2.72	2.59	43.77	43.13	15.41	12.01	9.02	7.48	
ИнтерРАО	4 319	-1.88	3.30	1.27	56.99	-2.55	-	26.67	-	10.76	
ФСК	14 175	-0.55	-1.10	-2.70	-2.17	13.17	-	16.92	-	8.25	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ											
Ростелеком	3 208	-0.41	-1.43	1.10	-23.41	-6.93	27.61	27.73	6.58	7.12	
МТС	16 108	-0.36	-0.88	1.56	15.74	14.53	16.04	9.89	4.64	4.03	
МЕТАЛЛУРГИЯ											
ГМК Норникель	36 255	-1.23	0.91	7.00	48.58	40.92	13.94	7.68	8.59	5.46	
НЛМК	22 943	-0.09	-1.42	13.04	37.36	30.87	106.68	18.29	17.38	10.31	
ММК	11 073	-0.39	-0.53	5.73	34.00	24.36	47.73	21.28	13.43	8.22	
Северсталь	14 362	-1.67	-0.96	6.39	100.85	76.79	-	102.49	21.24	7.52	
Мечел	9 798	-0.76	-2.15	3.56	62.75	52.45	132.87	15.40	25.35	8.69	
Белон	912	-0.36	-2.47	-5.18	36.12	32.36	35.36	8.24	14.05	5.18	
Распадская	4 747	3.12	7.75	6.36	48.04	30.54	40.71	18.49	19.25	11.80	
Полюс золото	10 693	1.24	0.10	14.53	12.09	10.96	33.25	22.70	20.01	14.22	
Полиметалл	7 206	4.00	10.19	14.83	94.68	100.51	75.07	39.91	31.70	23.36	
УДОБРЕНИЯ											
Уралкалий	11 751	-3.04	-0.24	13.88	31.18	38.46	40.88	20.71	23.19	14.61	
Сильвинит	6 502	0.00	1.23	21.11	19.00	10.41	19.55	12.79	11.58	9.18	
Акрон	1 450	2.67	2.36	6.81	11.22	11.06	6.47	9.21	10.92	7.39	
ПРОЧИЕ											
Аэрофлот	2 839	-1.52	1.24	5.99	83.75	52.03	31.83	16.92	10.20	7.29	
Седьмой континент	593	-0.50	-1.94	-0.22	9.64	8.52	16.27	13.72	6.95	6.39	
Магнит	10 244	0.16	1.19	0.68	100.39	67.30	37.23	30.55	22.06	17.13	
ПИК	1 852	-0.19	2.61	1.75	-0.04	-4.44	-	2.46	-	-	
Система Галс	345	-1.93	4.95	16.96	4.84	13.48	-	-	-	-	
ЛСР	2 870	0.59	3.42	4.54	66.42	51.40	19.31	19.88	7.90	9.24	
МИРОВЫЕ РЫНКИ											
		Абсолютное изменение, %									
	Последнее значение	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года					
Индекс S&P	1187.8	-0.14	-1.00	0.38	8.41	6.52					
Индекс РТС	1596.8	0.48	1.49	0.61	16.14	10.54					
USD/EUR	1.3 094	-0.08	-2.23	-5.81	-12.57	-8.63					
RUB/USD	31.42	0.08	-0.03	-1.96	-6.85	-4.39					
RUB/EUR	41.2	-0.17	2.05	3.92	6.40	4.55					
Золото, \$ Oz	1364.1	-0.22	-1.16	0.47	16.24	24.17					

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.