

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 31 марта 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
ФСК ЕЭС ао	0.4073	4.8
Транснф ап	41201	3.4
ММК	31.943	2.9
ГАЗПРОМ ао	229.32	2.4
Сургнфгз-п	17.035	2.1
Уркалий-ао	235.12	2.0
ЛУКОЙЛ	2032.5	1.9
СевСт-ао	558.9	1.8
Татнфт Зао	183	1.7
МТС-ао	260.1	1.6
ОГК-5 ао	2.5356	1.6
Магнит ао	3984.8	1.5
Новатэк ао	377.48	1.5
ВТБ ао	0.0993	1.4
РусГидро	1.4377	1.3
Сургнфгз	30.27	1.3
РБК ИС-ао	44.496	1.1
ГМКНорНик	7514	1.1
Газпрнефть	148.95	0.7
Сбербанк-п	73.2	0.7
Сбербанк	106.93	0.6
ПолусЗолот	1671	0.6
Ростел-ап	88.79	0.3
Роснефть	264.34	0.1
УралСви-ао	0	0.0
Татнфт Зап	102.55	0.0
Аэрофлот	72.1	-0.1
Система ао	34.8	-0.4
ОГК-3 ао	1.3029	-0.8
Ростел-ао	168.85	-0.8

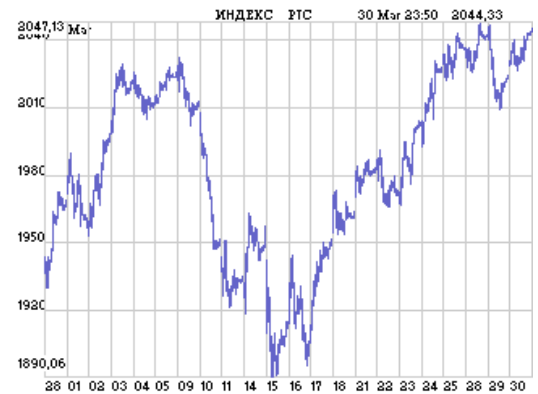
продолжать получать удовольствие от восстановительного роста. Коррекции, конечно, возможны, рынки не растут по прямой. Но покажите нам человека, который угадывает коррекции... Коль скоро это невозможно, то можно не обращать на них внимания. Мы ожидаем продолжения роста акций.

Главной причиной временного мартовского провала рынков стало **землетрясение Тохоку в Японии** и последовавшие за ним проблемы на атомной станции. Есть рациональная составляющая в провале, считается что подобные «шоки» способны прервать экономическое восстановление.

Но сейчас уже ясно, что большого воздействия на мировую экономику не получилось. Справа представлен первый индекс уверенности в промышленности Японии за март в сравнении с графиком промышленного выпуска (последняя точка февраль, март еще не оценен). Опрос проводился Markit/JMMA как раз с даты землетрясения - 11 марта по 25 марта. Было собрано 67% ответов респондентов от обычного уровня (опрашивается около 400 компаний). Безусловно, случится

Индекс ММВБ (+1.54%) вчера обновил посткризисные максимумы. До самой высокой отметки в истории (12-дек-07, 1970.5 пунктов) остается вырасти всего 8.6%. Складываются все предпосылки для «пробития» этих высот, если пойдет такими же темпами, это случится еще до лета.

Мы уже не раз пытались опровергать идею технического анализа о «линии сопротивления». В этой логике люди начнут продавать акции, как только индекс поднимется до максимальных отметок. Но если копнуть эту логику глубже, окажется, что индекс не так важен многим людям, как важны отдельные акции. Тот же «Газпром» намного дешевле докризисных высот (+60%), «ЛУКОЙЛу» в рублях нужно подняться еще на треть. Между тем эти две бумаги дают вклад в 30% в индекс. Индекс рублевых потребительских цен с декабря 2007 по февраль 2011 года вырос на 38.4%, так что в реальном выражении до максимума индекса ММВБ нужно расти еще много +50% $[(1+38.4%)*(1+8.6%)-1]$. Так что мы призываем расслабиться и



заметный провал промышленного выпуска в стране, который можно оценить в 7% (пострадавший регион дает вклад в 6% от всего выпуска Японии). Мы представляем индекс промпроизводства в стране. Провал на 7% это не так много по сравнению с «дном» 2.5-летней давности, которое было вызвано кризисом. Тогда производство в стране обвалилось чуть больше чем за год на 35% (!). Даже если провал промышленности Японии будет больше, чем 7%, который предсказывает опросный показатель PMI, то вряд ли он превзойдет по глубине этот недавний шок.

ОГК-3 вчера опубликовала цифру убытка по РСБУ за 2010 год, составившего минус 14.55 млрд. рублей. Мультипликатор р/е составляет примерно минус 4 (капитализация 61 млрд. рублей). Убыток связан с «созданием резерва» под 24.99% пакет «РУСИА Петролеум», который «сбавил» на компанию акционер «дедушка», компания «Интеррос» (владеющей «Норникелем», который владел «ОГК-3»). Так В.Потанин превращал свои убыточные инвестиции в живые деньги, явно нарушая «понятия» корпоративного управления и перетягивая одеяло на себя с миноритариев. Совсем недавно «ОГК-3» стало принадлежать «ИнтерРАО ЕЭС» (79.54%, еще 5.82% у «ВТБ-Капитал»).



Но это не все проблемы ОГК – справа приведен график изменения ожиданий операционной прибыли компании. Оптимистические ожидания 2007-года, когда акции компании стоили в 3 раза дороже ~4.5 рубля «усохли» примерно в 3-5 раз. Как раз по 4.5 рубля потанинские структуры и выкупили допэмиссию «ОГК-3», видимо, рассчитывая на то, что правительство РФ будет соблюдать свои декларации о свободном конкурентном рынке электроэнергии в стране. А в итоге правительство «передумало», основной акционер «зафиксировал» убыток, попутно обобрав миноритариев.

Следует ли покупать «ОГК-3»? Стоимость генерирующих компаний опять превращается в игру ожиданий. Правительство длительное время держало энергетику на голодном пайке, кроссубсидируя промышленность и население. Это можно было себе позволить, поскольку мощности, созданные в СССР, были избыточными. Но это не может продолжаться вечно (~20 лет после краха Союза это большой срок, но вечность это еще больше).

Рано или поздно кто-то должен начать инвестировать в энергетику. Это может быть государство, это может быть частный сектор. В первом случае можно не обращать внимания на уровень прибыли – решения об инвестициях будут политическими. Во втором случае, государству придется поднять тарифы до уровня, создающего достаточный стимул к инвестициям. Сейчас генерирующие мощности торгуются на рынке порядка \$200 для государственных (1,3,2 и 6-я) до \$400-\$500 (4-я и 5-я) за киловатт для иностранных. Восстановительная стоимость генерации выше – от \$1000 до \$1500/киловатт. Эти цифры можно рассматривать как долгосрочный ориентир, который должен быть достигнут, чтобы инвестиционный цикл в генерации возобновился. Когда это случится? Возможно, когда потребление в стране сравняется с выбывающими мощностями. Когда начнутся веерные отключения. А этой точки можно ждать еще долго, можно продержаться еще десяток лет на том, что есть. Можно покупать акции ОГК, если временной горизонт инвестирования настолько длинный. Можно покупать из надежды, что правительство почему-то вдруг начнет выполнять старые обещания. Но немедленного большого оптимизма мы не испытываем.

Сетевые компании, между тем, рассчитывают на неплохие тарифы в будущем. Так «**ФСК**» вчера сообщила, что инвестпрограмма компании до 2014 года составляет порядка 1 трлн. рублей (и ~200 млрд. в 2011 году). Хотя и в этом секторе есть опасения, что правительство надумает ограничить прибыль. Называемые размеры инвестиций «ФСК» в ~\$30 млрд. следует сопоставить с капитализацией в \$18 млрд. Наша цель по «ФСК» составляет 70 копеек (+70% к текущей)

Federal Grid Co Unified Energy	2007	2008	2009	12/10 Y	2011	2012	2013	2014
Выручка	2 390	2 857	2 770	4 121	5 342	6 634	8 169	9 471
ЕБИТДА	991	982	-2 072	2 066	3 068	4 095	5 388	6 355
ЕБИТ (операционная прибыль)	437	309	-2 630	1 082	1 882	2 723	3 837	4 812
Чистая прибыль	132	- 960	-1 935	821	1 324	1 784	2 496	3 059

ROE, %	1.68	-5.62	-8.80	2.859	4.576
ROC, %	1.10	#N/A N/A	#N/A N/A		
# акций	361 382	1153 500	1153 500		

на 31.3.2011

Капитализация	#N/A N/A	4 825	12 251	17 908				
Р/Е	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	21.80	13.52	10.04	7.17	5.85

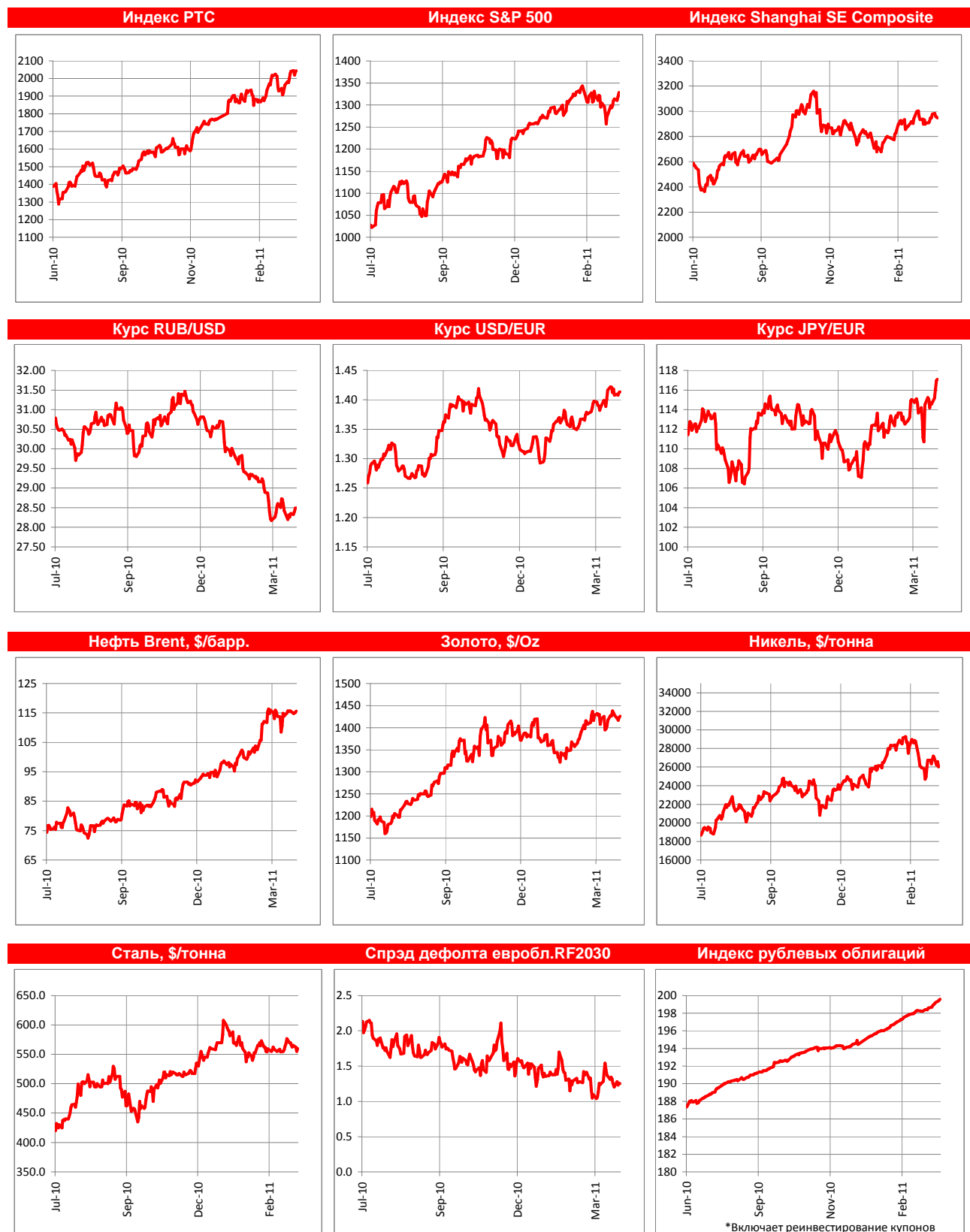
Вкратце:

- Д. Медведев вчера высказал ряд предложений по улучшению инвестиционного климата в России. Из новых предложений (кроме борьбы с коррупцией) стало поручение чиновникам покинуть советы директоров госкомпаний, которые работают в конкурентных условиях. По словам А. Дворковича, эта инициатива не затронет «РЖД» и «Газпром», где останутся чиновники. А вот советы директоров «Роснефти», «Сбербанка», «ВТБ» и других крупных компаний чиновникам, возможно, придется покинуть. Правда из-за корпоративных процедур, исключить чиновников из советов директоров станет возможным только с осени этого года путем созыва внеочередных собраний. Также Д. Медведев призвал топ-менеджеров крупных компаний с госучастием уделить внимание контролю затрат. Так, президент потребовал от них ежегодно снижать материальные затраты в расчете на единицу продукции на 10%. Те руководители, которые не справятся с этой задачей, будут вынуждены покинуть свои должности. Не обошли стороной и миноритарных акционеров. Как заявил Д. Медведев, надо обеспечить миноритариям доступ к информации о деятельности компаний (чего добивается А. Навальный). И если компания не предоставляет миноритариям информацию, значит им есть что скрывать. Похоже, что в своей предвыборной гонке Д. Медведев хочет заручиться поддержкой бизнеса, которому, кроме улучшения инвестиционного климата, обещается еще и снижение налогового бремени за счет изменения ставки страховых взносов.
- Похоже, министр энергетики С. Шматко понял, что погорячился с заявлениями о том, что им не нужны инвесторы, которые повышают цены на электричество. Уже второй день подряд министр обещает, что власти не намерены проводить на рынке «шоковую терапию» и ограничения темпов роста тарифов будут минимальны. Также С. Шматко заявил, что его ведомство будет работать над сокращением налогов для энергетических компаний и не исключает выпуск обеспеченных государством инфраструктурных облигаций для инвестиций в распределительные сети. Видимо, чиновники начинают понимать, что своими заявлениями относительно необходимости регулировать тарифы на электроэнергию, они сильно ударили по будущему этой отрасли.
- «Русал» опубликовал отчетность по МСФО по итогам 2010 года. Выручка компании увеличилась на 34,5% и составила \$10,98 млрд. Прибыль по сравнению с 2009 годом выросла в 3,5 раза до \$2,87 млрд. Таким образом, сейчас компания торгуется с мультипликатором P/E=11.5, что не так уж и дешево.
- «Башнефть» по итогам 2010 года увеличила доказанные запасы нефти по стандартам PRMS на 50,6% до 1,91 млрд. баррелей. Коэффициент обеспеченности составляет 19 лет. Такой рост запасов вызван тем, что компания завершила полный аудит своих запасов – в 2009 году было учтено только 70% ресурсной базы.
- «Газпром» может по итогам 2010 года выплатить дивиденд в 3,82-7,64 рублей на акцию. Такой диапазон следует из показателя чистой прибыли за 2010 год (без учета переоценок) и дивидендной политики. Учитывая инвестиционную программу, монополия может выплатить дивиденд по нижней границе в 17,5% от чистой прибыли по РСБУ или 3,82 рубля на одну акцию (дивидендная доходность – 1,67%). Несмотря на низкую доходность, дивиденды за 2010 год могут стать рекордными в истории компании.
- Кроме того, вчера «Газпром» заявил, что им не придется выносить сделку по покупке имущества «РУСИА Петролеум» на совет директоров, так как стоимости сделки не превысила 0,3% от активов монополии. Напомним, что ряд чиновников высказались против покупки «Газпромом» активов «РУСИИ-Петролеум», и необходимость утверждения этой сделки советом директоров могла стать формальным поводом для ее расторжения.

Местное:

- «Пермэнергосбыт» по итогам четвертого квартала заработал 84,7 млн. рублей чистой прибыли по РСБУ. Таким образом, с учетом результатов за предыдущие кварталы, годовая прибыль компании составила 470 млн. рублей. Исходя из этой прибыли, дивиденд на одну привилегированную акцию может составить 4,14 рублей, что предполагает 4,45%-ую дивидендную доходность.
- «ВСМПО-Ависма» по итогам 2010 года заработала 588 млн. рублей чистой прибыли по РСБУ. Это в 3,4 раза лучше результатов за 2009 год. Даже после такого роста прибыли, компания торгуется с мультипликаторов P/E=69.
- БКК с мая повышает цены на калийные удобрения для Бразилии на 11% до \$520-525 за тонну. Как отмечает трейдер, такой рост стал возможным благодаря повышению спроса на удобрения, рост цен на сельхозпродукты.

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.