

## Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 7 октября 2010 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Ростел -ао	137.4	3.9
СевСт-ао	458.2	2.7
Уркалий-ао	135.8	2.1
ПолусЗолот	1438	1.9
Сурпнфгз-п	15.16	1
ГМКНорНик	5338	0.8
ФСК ЕЭС ао	0.368	0.6
МТС-ао	254.1	0.4
ЛУКОЙЛ	1761	0.4
ГАЗПРОМ ао	163	0.3
ОГК-5 ао	2.698	0.3
УралСви-ао	1.185	0.1
Аэрофлот	65.5	0
Магнит ао	3665	-0.1
Татнфт Зао	150.7	-0.2
Система ао	27	-0.3
РБК ИС-ао	36.3	-0.3
Сурпнфгз	29.96	-0.3
Ростел -ап	88.35	-0.4
ММК	29.4	-0.5
Сбербанк-п	63.3	-0.5
Сбербанк	91.2	-0.8
РусГидро	1.597	-0.9
ВТБ ао	0.091	-0.9
Татнфт Зап	76.55	-1.1
Транснф ап	34410	-1.1
Газпрнефть	119.8	-1.2
Новатэк ао	234	-1.3
Роснефть	210.7	-1.9
ОГК-3 ао	1.835	-2.4

По итогам вчерашнего дня рублевый индекс ММВБ практически не изменился, +0.07%, тогда как долларový индекс РТС на укреплении курса рубля поднялся на 0.6%.

Под влиянием банка Японии накануне наблюдалась ростовая волна по всему миру. Расширение денежного предложения в Японии и, ожидаемый новый этап «кредитного смягчения» США воспринимается как «хороший знак», способный вернуть мировую экономику на траекторию роста и предотвратить развитие дефляционной спирали.

Изменения по ликвидным акциям в России не очень большие, «разнонаправленные», единой тенденции не было. Странные колебания показали акции «Седьмого континента», подзабытой инвесторами бумаги. В то время как «Магнит» продолжает обновлять исторические максимумы, а Х5 в сентябре вышла на них, «Седьмой континент» стоит намного дешевле, чем был до кризиса (см. график ниже)

Для этого есть внутренние причины, «Магнит» продолжает активно расширяться, проводя свою стратегию развития в регионах, мелких городах и поселках (например, Осе, Барде, Чернушке), где очень мало конкуренции, низкие затраты на вход. Это чем-то напоминает стратегию развития WalMart, также развивавшегося в глубинке. От «Магнита» можно ожидать, что компания сможет показывать избыточную прибыль еще долго, которую не так просто будет отобрать конкурентам. Х5 – компания, работающая в крупных городах, где конкуренция уже высока. Но сетевые форматы торговли продолжают отбирать долю рынка у неорганизованной розницы. «Седьмой

континент» получил в кризис проблемы от своего основного акционера и остановил развитие. Плюс к этому, «Седьмой континент», как и Х5, находится в очень конкурентной среде.

Другое дело, насколько оправданы такие изменения. Мы считаем акции «Магнита» уже дорогими, несмотря на то, что это самая симпатичная компания из всех названных. Хорошая акция и хорошая компания не одно и то же. Возможно, «Седьмой континент» сейчас неоправданно дешев, даже у плохой компании может быть своя привлекательная цена. Можно также ожидать, что «Седьмой континент» сумеет наконец-то преодолеть свои проблемы и начать развиваться.

И после этого, у нас остаются вопросы, как так рынок акций может давать  $P/E=3.99$  по ожидаемой прибыли 2011 года «Газпрому» и 24 для «Магнита». Разница в 6 раз едва ли может быть объяснена различиями в темпах роста. Классическая книга «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда рекомендует давать не более чем 1.5-кратную премию за рост, к примеру, если справедливый  $P/E$  составляет 12, то для быстро растущей компании он не должен превышать 18. Конечно, можно найти компании, которые могут показывать исключительный рост прибыли многие годы (Майкрософт, образца 1987 года или Apple образца 2002 года), но их не так много. Любой хороший рост должен иметь свою цену, она не может быть равна бесконечности.

Не стоит также забывать об «эффекте стоимости». Академики, исследуя акции, делят их на две категории: акции роста и акции стоимости. Акции роста, их также называют «акциями гламура», имеют большую капитализацию

## Рынки накануне:



относительно активов, прибыли или дивидендов. Большую стоимость можно объяснить ожидаемым ростом, поэтому их так и называют. Акции стоимости имеют большую прибыль или величину активов относительно капитализации прямо сейчас и их потоки уже видны сейчас.

Оказывается, рынки имеют систематическое свойство – «акции гламура» долгосрочно приносят меньшую отдачу, чем акции стоимости, даже если скорректировать отдачу на риск, измеряемый, например, коэффициентом бета. Объяснение этому поведению некоторые ищут в поведенческих финансах и иррациональности людей. Возможно, инвесторы систематически переплачивают за рост и чураются компаний, которые уже сейчас имеют большую, но медленно растущую прибыль.

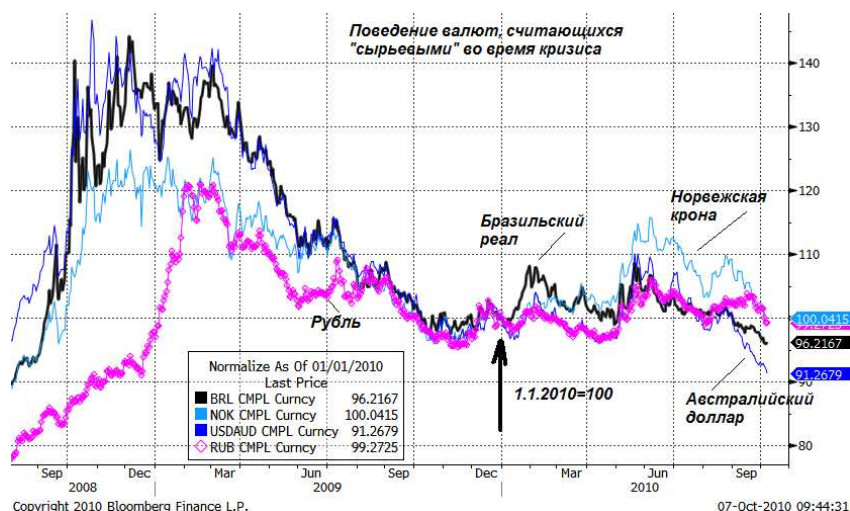
Недавно мы ознакомились с любопытной книгой Дэна Райнголда «Confessions of a Wall Street Analyst: A True Story of Inside Information and Corruption in the Stock Market» (издание 2006 года). Этот человек был «звездным» аналитиком в конце 1990-х и начале 2000-х и «покрывал» телекоммуникационную отрасль. Это был период бума ТМТ – технологий, медиа и телекоммуникаций. Кроме этого, пузырь был в крупнокапитализированных компаниях. Остальные, традиционные компании США не показывали существенного прироста и практически не участвовали в пузыре. Инвесторы давали огромные цены за компании, имеющие отношение к Интернет и строительству оптоволоконных сетей. Компании вроде Quest, WorldCom стоили огромных денег, а в начале 2000-х обанкротились. Некоторые аналитики, вроде Джэка Грумбана или Хенри Блэдкет в ходе пузыря сначала прославились и получили статус лучших по версии журнала Institutional investor, а после краха стали париями, к ним были предъявлены иски от SEC, закончившиеся пожизненным запретом на профессию.

Те аналитики, которые выставляли бы рекомендации «продавать» или держать для бумаг ТМТ в конце 1990-х выглядели бы полными придурками, настолько бурным был рост цен. Цены на фондовом рынке могут показывать значительные и долго длящиеся девиации от того, что можно назвать «рациональной стоимостью». Трудно настаивать на своем, рискуя быть уволенным, поэтому многие аналитики выбирают способ бегства за рынком. Если акция растет, нужно переставлять целевые цены, поддерживая рекомендацию «держат» или «покупать» (кому как нравится»). Рекомендации «продавать» крайне редки, их всего около 5%.

Мы наблюдаем такие странности на российском рынке и сейчас. С одной стороны, идет вал размещений акций. За последние дни о грядущих размещениях объявили Еп+ (энергетическая компания Дерипаски). Эта же компания заявляла о возможности продать на бирже подразделение Strikeforce Mining & Resources. Готовятся к IPO "Вторая грузовая компания" РЖД, «Северсталь» рассматривает возможность IPO золотого сегмента, вновь задумался об IPO «Яндекс». Началось размещение «Мостотреста», российского ритейлера "О'Кей", производителя синтетического сапфира для производства светодиодов "Монокристалл". Только что закрылась книга размещения на SPO водочной компании «Синергии». Бум продаж акций говорит о том, что цены на фондовом рынке не так плохи. Вот только сегмент нефтегаза, а особенно «Газпром», продолжает сохранять низкие цены. Сейчас это антигламурные акции, как долго это будет продолжаться, вопрос. Практически все заявленные размещения будут проходить не в России – либо в Лондоне, либо в Гонконге или Сингапуре. Россияне не покупают российские акции.

Рост рубля вчера до 29.8 за доллар нам кажется вполне оправданным. Рывок курса на 1.5 рубля в сентябре, заставивший некоторых рассуждать о девальвации был временным явлением, отражением локальных движений капитала (либо лужковская история, либо «ЛУКОЙЛ» выкупал свои акции у Сопосо).

Курсы валют продолжают укрепляться к доллару, и рубль неизбежно будет следовать за ними. Сегодня «Ведомости» приводят цитату зампреда ЦБ Улюкаева: «С июня мы в разы снизили свое присутствие на валютном рынке. В большинстве случаев, на границах коридора мы не покупаем ничего. Это означает, что для иностранных валютных спекулянтов, для сатт-трейдеров закончилась эпоха комфортной работы на российском валютном рынке, когда можно было легко делать предположения о движении курса». Самоустранение ЦБ с торгов означает, что больше будет некому компенсировать перекося счета текущих операций. Если ЦБ действительно уйдет с торгов, как декларирует, мы вполне можем увидеть курс в районе 28-25 рублей за доллар.



## Вкратце:

- В. Стржалковский заявил, что «Норникель» не планирует направлять на дивиденды более 50% чистой прибыли по МСФО. По его словам, выплата больших дивидендов будет тормозить развитие компании. В этом году компания рассчитывает выйти на докризисные финансовые показатели. Если предположить, что по итогам 2010 года компания получит такую же, как в 2007 году прибыль, то на дивиденды может быть направлено около \$2,6 млрд. (410 рублей в расчете на акцию, доходность – 7,7%).
- Л. Федун вчера заявил, что «ЛУКОЙЛ» планирует к 2016 году довести добычу в Узбекистане до 16-18 млрд. куб.м. газа. При этом объемы возможных поставок в Китай не уточняются, так как все вопросы по продаже газа регулирует правительство Узбекистана. Также Л. Федун сообщил, что «ЛУКОЙЛ», скорее всего, не будет оспаривать решение комиссии не допустить компанию на конкурс по разработке месторождений им. Требса и Титова. По его словам, «с государством спорить бесполезно».
- «Синергия» вчера закрыла книгу заявок в ходе вторичного размещения акций. Всего инвесторам было предложено купить 15,33% акций (13,295 от увеличенного уставного капитала). Ценовой диапазон определен в \$36-40 за акцию. По информации «Ведомостей», скорее всего, бумаги будут размещаться близко к нижней границе, т.е. от SPO компания выручит \$104,4 млн. Средства от размещения компания планирует направить на обслуживание долга и на сделки M&A.
- «Соллерс» в первом полугодии сократил чистый убыток по МСФО в 2,5 раза до 1,3 млрд. рублей. Выручка выросла более чем в два раза до 20,3 млрд. рублей.
- МЭР, скорее всего, поддержит предложение по сохранению льготной экспортной пошлины для Ванкорского месторождения. Если правительство примет решение сохранить льготы, то в 2011 году «Роснефть» сможет экономить на налогах около \$3 млрд.
- «ЛУКОЙЛ» может разместить свои акции на азиатских биржах, причем уже в следующем году. По словам Л. Феда, рассматриваются Гонконг и Сингапур. Азиатским инвесторам будут предложены акции, которые «ЛУКОЙЛ» выкупил у ConocoPhillips. Также вчера Л. Федун сообщил, что у Conoco осталось около 4% акций «ЛУКОЙЛа», хотя еще 27 сентября американской компании принадлежало 6,15%. Получается, что за две недели было продано акций почти на \$1 млрд.
- Агентство Fitch снизило долгосрочный рейтинг Ирландии с «АА-» до «А+» с «негативным» прогнозом. Пересмотр объясняется более высокими, чем ожидалось, расходами правительства на рекапитализацию банков.

## Местное:

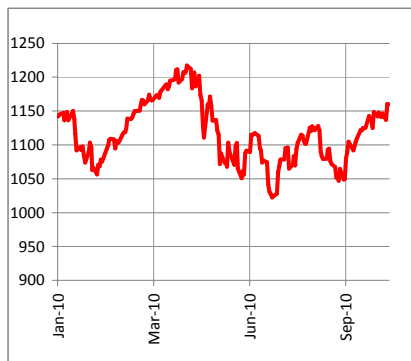
- Castorama отложила до следующего года планы по поиску и покупке земельного участка для строительства второго гипермаркета в Перми. По словам представителя компании, Castorama сохраняет свои планы по открытию второго объекта, но переносит на следующий год, так как нет денег.

## Конъюнктура рынков:

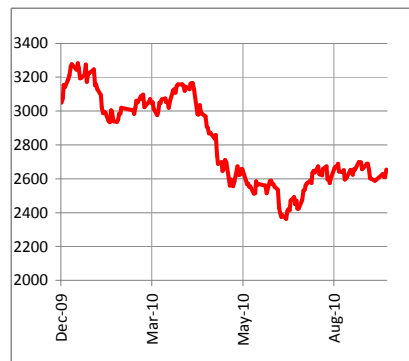
Индекс PTC



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



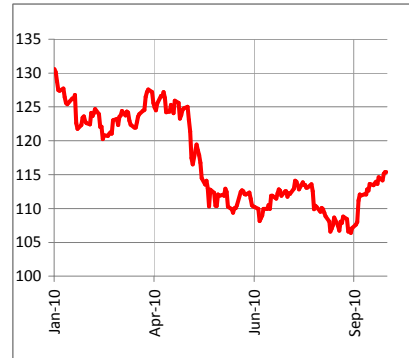
Курс RUB/USD



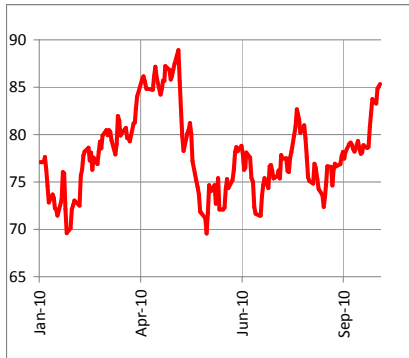
Курс USD/EUR



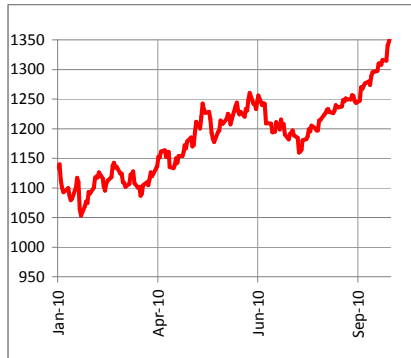
Курс JPY/EUR



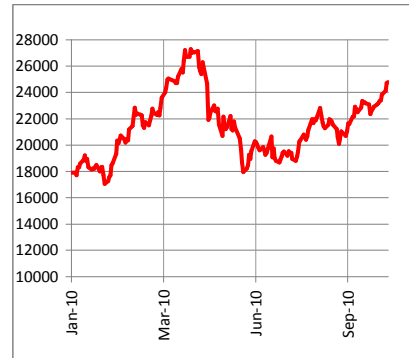
Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Никель, \$/тонна



Сталь, \$/тонна



Спрэд дефолта евробл.RF2030



Индекс рублевых облигаций



\*Включает реинвестирование купонов

	Рын. кап. \$ млн.	Абсолютное изменение, %					P/E		EV/EBITDA	
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года	09	10П	09	10П
НЕФТЬ И ГАЗ										
Газпром	129 352	0.28	3.18	0.83	-6.39	-11.07	5.25	4.60	5.21	4.12
Новатэк	23 829	-1.24	1.73	6.98	79.92	37.57	28.93	18.56	20.20	13.41
Роснефть	74 884	-1.76	5.04	5.83	-9.00	-16.39	10.95	7.33	6.59	5.05
ЛУКОЙЛ	50 194	0.29	2.94	5.22	3.18	3.78	7.16	6.14	4.11	3.86
Газпром нефть	19 056	-1.14	2.41	1.40	-16.78	-26.77	6.32	5.95	5.16	4.52
Сургутнефтегаз	35 957	0.07	3.67	-1.41	14.45	11.86	9.79	7.28	-	2.79
ТНК-ВР	33 668	2.06	2.51	12.81	33.63	30.14	6.51	5.43	4.39	3.81
Татнефть	11 020	-0.16	3.91	4.99	18.14	7.96	6.41	6.10	5.07	4.68
БАНКИ										
Сбербанк	66 005	-0.88	8.65	13.95	46.43	9.66	85.56	15.51	-	-
ВТБ	31 925	-0.98	6.93	8.74	48.27	31.17	-	18.18	-	-
ЭНЕРГЕТИКА										
ОГК-1	1 677	-1.06	3.90	2.47	68.93	52.17	16.95	15.58	13.50	8.30
ОГК-2	1 966	-1.10	1.70	12.57	125.28	95.31	56.83	32.48	23.76	14.25
ОГК-3	2 916	-2.14	11.04	16.70	33.65	24.98	21.47	37.83	13.08	16.36
ОГК-4	5 743	0.67	1.46	11.59	94.00	67.76	32.93	22.82	20.22	15.31
ОГК-5	3 199	0.60	0.71	3.57	55.81	25.68	31.61	27.18	16.66	12.93
ОГК-6	#N/A N/A	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ТГК-9	1 288	-2.00	-2.00	-8.84	35.17	56.80	9.66	12.65	-	5.16
Русгидро	14 436	-0.87	2.50	-1.42	54.05	40.49	14.89	11.58	8.79	7.02
ИнтерРАО	4 880	-0.98	5.67	13.83	67.67	4.52	-	30.20	-	12.48
ФСК	15 266	0.82	2.50	1.93	8.21	15.67	-	16.78	-	8.52
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ										
Ростелеком	3 346	3.64	1.28	11.06	-4.22	-7.84	28.81	22.50	7.32	7.20
МТС	16 987	0.40	1.54	2.03	22.32	14.63	16.91	10.38	4.84	4.02
МЕТАЛЛУРГИЯ										
ГМК Норникель	34 089	0.54	3.95	2.92	44.36	25.76	13.11	7.68	8.11	5.23
НЛМК	21 055	-1.49	-2.59	8.46	30.58	13.99	97.90	15.73	15.97	9.11
ММК	11 019	-0.38	-2.01	9.40	26.34	17.46	47.50	16.77	12.98	7.43
Северсталь	15 461	2.66	1.08	14.15	99.76	80.64	-	31.55	22.36	8.17
Мечел	10 458	-0.39	0.74	1.66	59.87	54.44	141.81	12.83	26.22	8.97
Белон	1 068	0.65	4.06	4.61	33.40	47.08	41.40	8.54	16.04	5.59
Распадская	4 374	-1.63	-2.56	9.46	43.67	14.18	37.52	16.44	17.70	10.02
Полюс золото	9 163	1.50	3.15	1.15	-0.02	-9.75	28.49	17.74	-	-
Полиметалл	6 892	9.33	12.60	26.43	100.25	82.02	71.80	32.95	30.57	18.73
УДОБРЕНИЯ										
Уралкалий	9 661	1.93	-0.12	-4.95	17.02	8.05	33.61	18.18	18.98	12.21
Сильвинит	5 341	1.41	2.47	2.40	16.35	-13.92	16.06	10.37	9.69	7.68
Акрон	1 452	-2.44	-0.42	-0.37	11.15	5.59	6.49	10.04	10.80	7.63
ПРОЧИЕ										
Аэрофлот	2 439	0.37	0.46	4.65	49.82	23.95	27.34	13.37	9.21	6.30
Седьмой континент	757	9.65	24.31	20.04	5.96	31.37	20.75	17.77	8.68	7.42
Магнит	10 905	-0.74	5.32	17.29	105.54	69.03	39.63	33.29	23.32	18.27
ПИК	1 988	-0.41	2.56	-3.64	-9.17	-2.63	-	-	-	-
Система Галс	307	0.73	0.80	-3.40	-9.19	-4.15	-	-	-	-
ЛСР	2 797	-1.34	0.25	-6.84	35.97	40.05	18.82	19.38	7.75	9.07
МИРОВЫЕ РЫНКИ										
	Последнее значение	Абсолютное изменение, %					С начала года			
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.					
Индекс S&P	1160.	-0.07	1.33	6.24	9.68	4.02				
Индекс РТС	1578. 2	-0.01	4.68	8.58	22.59	9.25				
USD/EUR	1.3 918	-0.05	2.19	9.32	-5.15	-2.88				
RUB/USD	29. 82	0.01	2.66	3.46	-0.18	0.73				
RUB/EUR	41. 5	-0.24	0.11	-5.34	5.25	3.79				
Золото, \$ Oz	1355. 05	0.62	3.64	7.83	29.90	23.34				
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.