

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 29 марта 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Транснф ап	40564	2.7
Ростел -ао	174.3	1.6
ВТБ ао	0.0996	1.5
Уркалий-ао	235.01	1.3
ГАЗПРОМ ао	225.5	1.2
Роснефть	270.7	1.0
ГМКНорНик	7555	0.8
РБК ИС-ао	43.099	0.8
СевСт-ао	558.1	0.7
Сурнфгз-п	16.779	0.7
ПолусЗолот	1684.2	0.6
Ростел -ап	90.33	0.5
Новатэк ао	375.8	0.4
РусГидро	1.44	0.2
МТС-ао	259.21	0.2
Аэрофлот	73.4	0.1
ОГК-5 ао	2.55	0.0
УралСви-ао	0	0.0
Магнит ао	3990.5	-0.2
Газпрнефть	151.12	-0.3
Татнфт Зап	103.36	-0.3
Сурнфгз	30.296	-0.3
Татнфт Зао	182.21	-0.3
Сбербанк-п	73.22	-0.4
Система ао	35.151	-0.4
Сбербанк	106.23	-0.7
ОГК-3 ао	1.3406	-0.7
ММК	31.683	-0.7
ЛУКОЙЛ	2027.5	-0.9
ФСК ЕЭС ао	0.3969	-1.8

Рынок акций колеблется на посткризисных максимумах, индекс ММВБ +0.19%.

Вчера перестали торговаться и ушли в историю акции межрегиональных телекоммуникационных компаний (МРК) «Связьинвеста». Примерно через 2 недели должен появиться новый выпуск акций «Ростелекома», который к концу лета должен быть объединен с основным выпуском акций компании. А в промежутке будут обращаться два разных выпуска обыкновенных акций – таковы особенности российских законов. Между тем, «старый» выпуск вчера рос в цене. Известно, что в нем почти нет free-float (менее 10% или ~\$300 млн. осталось в обращении), поэтому его легко двигать вверх – практически нет продавцов. В конце прошлой недели в Bloomberg были сообщения, что акции «Ростелекома» включают в индекс MSCI Russia, а также MSCI Global Standard для компаний с большой капитализацией.

Сейчас капитализация обыкновенных бумаг «Ростелекома» составляет около \$4 млрд., но они неликвидны и поэтому не слишком интересны иностранным акционерам. После объединения компания будет стоить порядка \$15-16 млрд., если считать по ценам МРК. Капитализацию также можно оценить в \$19 млрд., если считать по вчерашнему закрытию «Ростелекома», но мы считаем, что эта цена завышена. («Ростелеком» торгуется на 20-30% выше, чем паритетные котировки МРК). Это уже существенная капитализация, соответствующая уровню «ФСК», «МТС», «Уралкалия» или «Русгидро». В России только 17 компаний имеют капитализацию больше \$15 млрд. «Ростелеком» будет довольно ликвиден.

Мы оцениваем чистую прибыль объединенного «Ростелекома» в 2011 году в ~\$1.5 млрд. (pro-forma, правила бухучета МСФО требуют суммировать прибыль «Ростелекома» с прибылью МРК начиная с точки объединения, т.е. с 1 апреля, а не с начала 2011 года). Соответственно, мультипликатор р/е компании находится где-то в районе 12, что кажется дороговатым по сравнению с мультипликаторами нефтегазового сектора в районе 5-8. Мы не видим особой фундаментальной привлекательности в этих бумагах – «Ростелеком» не дешев. Может быть, «технические» покупки на включении в индексы MSCI вызовет временный прирост котировок, но этого недостаточно для устойчивого роста дальше. Поэтому мы предпочитаем игнорировать обыкновенные акции «Ростелекома», хотя в них в ближайшие месяцы возможна спекулятивная игра наверх – пузырь. Его не трудно организовать из-за низкого free-float и при желании «вытряхнуть» из бумаг арбитражеров, игравших на схождении акций МРК с «Ростелекомом».

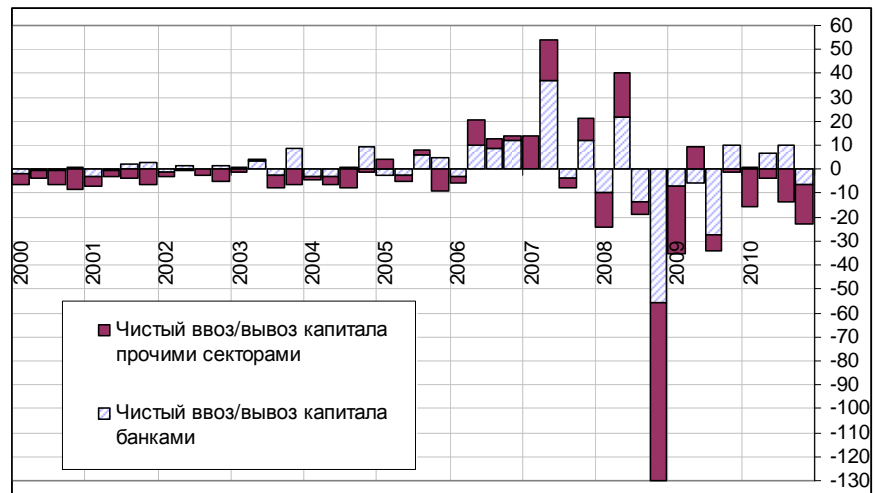
Акции «Уралкалия» и «Газпрома» имеют примерно одинаковую цену сейчас – порядка 200+ рублей. У них были схожие максимумы перед кризисом – около 360 рублей. Поэтому любопытно их сравнить, для чего мы



подготовили график соотношения цен. Это цена «Уралкалия» деленная на котировку «Газпрома». Движение вверх означает, что «Уралкалий» обгоняет акции монополии в росте и наоборот. В кризис «Уралкалий» очень быстро обвалился (провал в конце 2008 года), откуда два года растет опережающими темпами.

Рост отражает большую спекулятивную составляющую стоимости калийной компании. Под «спекулятивностью» мы понимаем большую неопределенность в отношении перспектив. Инвесторы делают ставки на то, будет расти калий или нет, тогда как доходы «Газпрома» имеют куда большую устойчивость и неплохо прогнозируемы. В кризис «Уралкалий» сильнее обвалился еще и потому, что имеет меньшую ликвидность. Второй эшелон падал большими темпами, чем ликвидные бумаги, но сейчас растет также быстрее. Мы не беремся делать ставки, какая компания «Уралкалий» или «Газпром» первая выйдет на исторические максимумы (в 360 рублей, а они выйдут туда хотя бы с силу инфляции).

В России приближается электоральный сезон – в конце года выборы в Госдуму, в следующем марте выборы президента. Политика во многом перестала влиять на котировки акций, продолжается «стабильность Путина», в том смысле, что поведение политиков предсказуемо. Это не идет ни в какое сравнение с эпохой Ельцина, когда на полном серьезе обсуждался коммунистический реванш и деприватизация (1999), введение чрезвычайного



положения (на взрывах в Москве), развал страны или даже возможность переворота. Безусловно, политика влияет на финансовые рынки и на курс рубля, но нам кажется, что это влияние в умах комментаторов сильно преувеличено. Так, рассуждения о курсе рубля не обходятся без ссылок на «отток» капитала из страны.

Выше на графике мы приводим поквартальные данные Центробанка по «притоку» и «оттоку» частного капитала из страны, который дается в разбивке банки, плюс «прочие сектора». Под «прочими» понимаются как корпорации, так и граждане.

Слова отток и приток не являются подходящими для описания платежного баланса. Возможно, они используются из-за исторических причин. Ранее дисбалансы платежного баланса действительно компенсировались движением золота, но сейчас это не совсем так. Если «Транснефть» выпустит еврооблигации и начнет тратить полученные деньги на строительство ВСТО, это будет квалифицироваться как «приток» капитала. Когда компания будет возвращать заем, то это будет отток. Любое наращивание иностранных обязательств резидентами или продажа ими иностранных активов – это «приток» (включая продажу наличных долларов за рубли). И наоборот – покупка иностранных активов или возврат долгов – отток. Точно также со стороны резидентов, если они покупают что-то в России это приток, продают – отток. Кроме частного бизнеса притоки и оттоки создаются по линии Центробанка, который проводит валютные интервенции. В итоге мы получаем очень сложную картину. Банки сами по себе не создают потоки капитала, поскольку они являются «посредниками» и транслируют потребности резидентов и иностранцев в займах и наличной валюте. Величина чистой валютной позиции банков ограничена Центробанком, поэтому, вопреки распространенному мифу, банки сами по себе не являются активными спекулянтами на рынке рубля.

Рассуждения в стиле – «капитал бежит из страны», поэтому рубль падает – являются не совсем корректными. Платежный баланс – это нагромождение очень разных транзакций. Если, допустим, российский бизнес решит коллективно отдавать накопленные долги иностранцам (почти \$500 млрд.), то это будет квалифицироваться как отток. Даже самый промозглый противник «путинского режима», скорее всего, согласится с тем, что возврат долгов иностранцам это хорошо. Но поскольку это не слишком корректно называется «оттоком», то этот же человек может сослаться на «отток» как доказательство того, что бизнес «голосует ногами». Что в корне не верно. К примеру, Германия является существенным источником частного капитала в мире в 2000-х годах. Но вряд ли кто-то в здравом уме начнет утверждать, что оттуда «сбегает» капитал – хотя отток, причем огромный, налицо. Так и в России не следует столь уж прямолинейных выводов из цифр «счета капитала».

Давление по линии счета капитала действительно занижает курс рубля. Многие наблюдатели считают, что дешевый рубль – это хорошо для России, так что «отток» можно трактовать как благо. Мы предполагаем, что минус по счету капитала частного сектора – это временное явление. Рубль остается «крепкой» валютой, в том смысле, что причин для существенного обвала не просматривается.

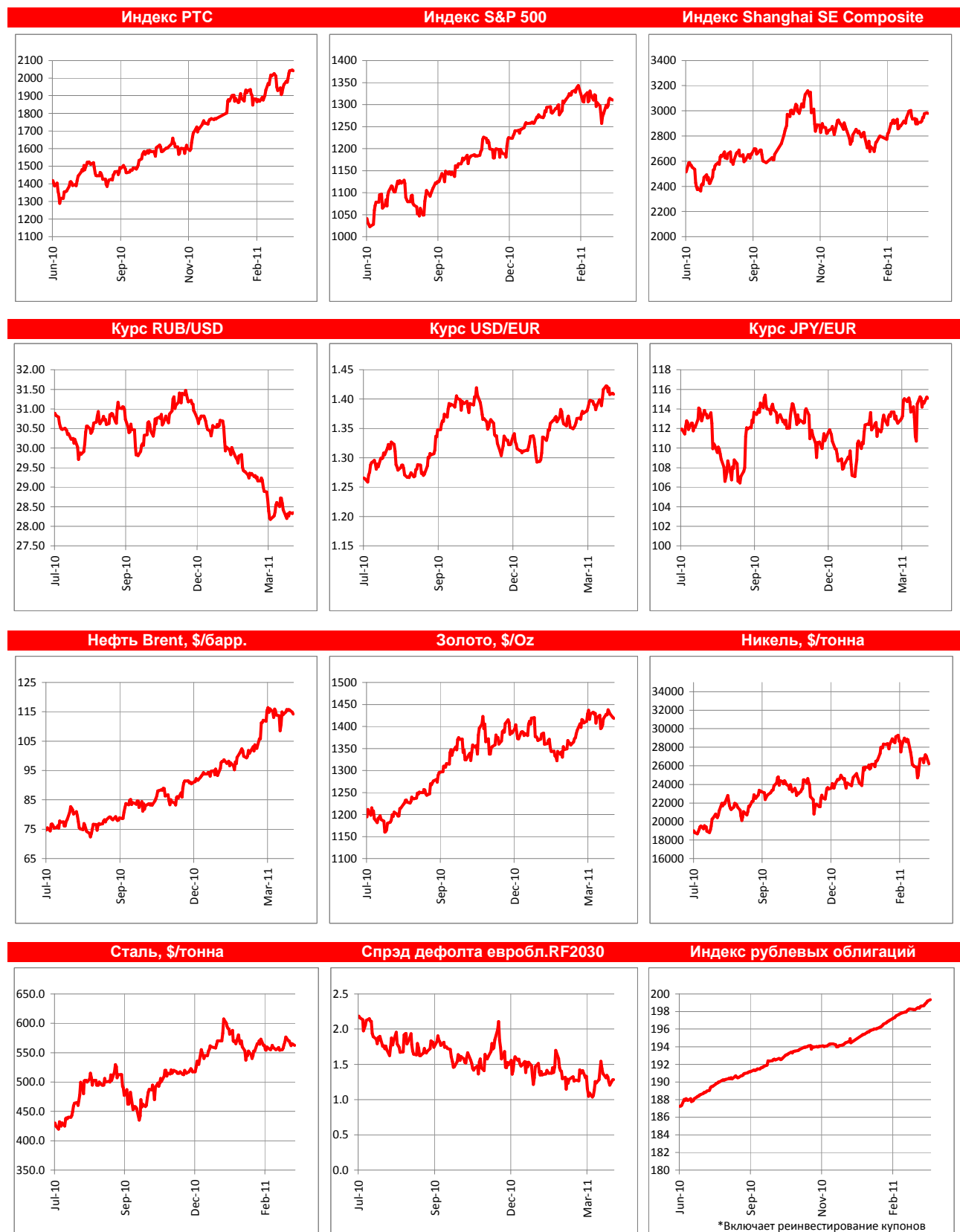
Вкратце:

- «Роснефть» может по итогам 2010 года заплатить дивиденд в 1,75 рублей на одну акцию (доходность менее 1%) против 2,3 рублей по итогам 2009 года. Вчера компания отчиталась, что получила 191,9 млрд. рублей чистой прибыли по РСБУ. Таким образом, на дивиденды может быть направлено около 10% чистой прибыли по РСБУ.
- Financial Times пишет, что акционеры британской BP рекомендовали менеджменту компании не меняться акциями с «Роснефтью» до тех пор, пока не будет запущен совместный проект по освоению арктического шельфа. Напомним, что арбитраж запретил партнерство BP и «Роснефти» без согласия «ТНК-BP». Однако британская компания намерена добиться права обменяться с акциями с «Роснефтью». Похоже, что акционеры BP посчитали, что просто обмен бумагами с «Роснефтью» не имеет смысла.
- «ФСК» прошла технический листинг на LSE. Торги расписками были запущены в середине 2008 года, но без листинга. Всего на LSE в виде GDR будет доступно 0,13% акций. По вчерашним котировкам это \$21,3 млн. Вряд ли с таким небольшим объемом бумага будет иметь популярность у крупных инвесторов.
- «Мечел» ведет переговоры о покупке 80% акций «Распадской», которые выставлены на продажу. За этот пакет продавцы просят \$6 млрд., что почти на 40% выше рыночных котировок. Однако «Мечел» не готов платить такую цену и предлагает за актив гораздо меньше - \$2 млрд. Пока никаких официальных комментариев по этому поводу стороны не дают. Кроме «Мечела» покупку 80% «Распадской» рассматривали «НЛМК» и «ММК», но в итоге отказались. Возможно, их не устроила цена. Пока же никто, кроме этих трех компаний, интереса к «Распадской» не выразил.
- ФСФР обязала биржи раскрывать информацию по открытым позициям по производным финансовым инструментам. Теперь РТС, где сосредоточена основная торговля деривативами, будет еженедельно публиковать информацию о позициях с разделением на классы инвесторов (физические лица, управляющие компании). Сейчас биржа раскрывает информацию об открытых позициях, но без разделения на классы. Еще одно новшество от ФСФР - это возможность включать РДР в расчет фондовых индексов.
- Вчера министр энергетики С. Шматко прокомментировал действия Enel, Fortum и «ОГК-4», которые остались недовольны намерениями правительства сдерживать цены на электричество. Из его слов следует, что инвесторы компаний, повысивших тарифы, являются спекулянтами. И такие инвесторы не нужны Минэнерго. Однако почему-то министр «забыл» про то, что в свое время инвесторам в электроэнергетику были обещаны стабильные правила игры, которые сейчас правительство хочет изменить.

Местное:

- Business-class пишет, что компания «Алендвик» может выйти на IPO. Размер пакета, его стоимость и сроки размещения пока не называются.

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	188 228	1.08	1.31	6.78	36.92	16.42	7.64	5.87	6.78	4.97	
Новатэк	40 266	0.31	1.35	1.10	92.00	11.97	48.89	22.47	34.16	15.47	
Роснефть	101 249	1.11	5.39	-0.37	15.32	23.84	15.54	9.79	8.63	6.22	
ЛУКОЙЛ	60 806	-0.86	0.65	-0.56	20.88	17.01	8.67	5.88	4.69	3.71	
Газпром нефть	25 279	-0.23	0.95	-2.94	-4.35	17.84	8.39	7.59	6.28	5.18	
Сургутнефтегаз	38 206	-0.26	2.03	-9.04	3.76	-5.97	10.40	8.08	-	2.58	
ТНК-ВР	43 491	0.00	1.05	-4.29	45.00	6.62	8.40	6.99	5.53	4.69	
Татнефть	13 997	-0.42	5.24	4.99	24.85	24.51	8.14	8.73	6.49	6.23	
БАНКИ											
Сбербанк	81 071	-0.49	6.02	4.29	24.64	2.02	105.09	8.52	-	-	
ВТБ	36 769	1.48	5.56	-1.52	23.60	-1.15	-	21.49	-	-	
ЭНЕРГЕТИКА											
ОГК-1	2 343	-0.61	1.29	-7.31	-13.98	-16.32	23.68	17.06	14.84	8.21	
ОГК-2	1 790	0.09	6.03	-0.63	-3.66	-13.60	51.73	11.72	24.42	8.64	
ОГК-3	2 247	-0.59	-1.60	-6.66	-30.36	-21.56	16.54	39.24	7.54	12.51	
ОГК-4	6 075	0.15	-0.69	4.62	28.85	-7.31	34.83	17.99	21.67	12.08	
ОГК-5	3 180	-0.02	2.11	-1.22	-5.50	-9.33	31.41	11.09	16.37	7.30	
ОГК-6	1 510	-0.13	4.38	-0.50	8.27	-7.90	19.56	26.56	12.27	11.68	
ТГК-9	1 135	0.00	2.91	-8.78	-14.70	-14.70	9.03	24.34	7.91	7.03	
Русгидро	14 682	0.33	3.39	-2.45	-3.94	-12.41	15.14	10.42	9.20	6.50	
ИнтерРАО	4 304	0.20	4.71	-1.93	-19.96	-11.91	-	19.36	-	9.11	
ФСК	17 611	-1.54	9.39	-5.12	6.29	8.32	-	21.44	-	8.95	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ											
Ростелеком	4 481	1.31	10.71	12.13	19.19	11.23	38.58	49.17	20.46	20.40	
МТС	18 209	0.17	3.28	4.83	1.40	-0.35	18.13	10.96	-	-	
МЕТАЛЛУРГИЯ											
ГМК Норникель	50 861	0.97	5.13	7.93	40.55	5.50	19.56	10.11	11.39	6.80	
НЛМК	26 909	0.35	5.22	-3.42	24.33	-12.01	125.13	21.55	19.87	11.55	
ММК	12 474	-1.07	2.66	-1.30	11.04	-3.96	53.77	28.82	15.31	9.88	
Северсталь	19 859	0.61	3.42	1.84	40.50	7.82	-	16.26	15.11	8.30	
Мечел	13 039	-0.97	3.45	-2.25	6.96	0.57	176.82	18.01	30.23	10.33	
Белон	886	-1.07	-0.07	-10.90	-26.57	-11.44	34.34	8.50	13.60	4.86	
Распадская	5 431	-1.15	-3.54	-11.96	-11.96	-8.68	46.58	22.40	22.02	14.51	
Полюс золото	11 338	0.74	2.97	-0.60	16.48	-12.10	35.26	25.46	20.99	14.76	
Полиметалл	7 676	0.91	7.50	-0.33	72.55	-3.82	79.97	43.84	33.85	25.43	
УДОБРЕНИЯ											
Уралкалий	17 611	1.07	4.19	0.50	91.68	7.18	61.27	21.62	34.39	14.98	
Сильвинит	8 316	0.36	4.60	1.66	44.42	9.37	25.00	11.45	13.69	8.23	
Акрон	2 072	-0.63	-1.05	-9.36	11.20	8.48	9.25	12.44	14.04	9.29	
ПРОЧИЕ											
Аэрофлот	2 869	-0.01	-1.36	0.15	13.57	-8.18	32.16	13.59	10.54	6.96	
Седьмой континент	691	-0.73	1.28	-5.25	-1.61	6.05	18.93	15.25	8.18	7.32	
Магнит	12 479	-0.57	2.64	4.99	51.85	-2.10	45.35	28.09	28.41	15.63	
ПИК	2 232	-0.93	0.05	-11.25	-16.80	4.47	-	2.96	-	-	
Система Галс	332	-1.52	1.62	-12.52	-16.65	-17.42	-	-	-	-	
ЛСР	4 160	-0.65	4.13	-6.63	4.15	11.66	27.99	14.60	11.14	9.44	
МИРОВЫЕ РЫНКИ											
		Абсолютное изменение, %									
	Последнее значение	За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.	С начала года					
Индекс S&P	1310. 2	-0.27	0.91	-1.28	11.67	4.18					
Индекс РТС	2041. 9	-0.17	3.31	3.65	31.60	15.34					
USD/EUR	1.4 084	-0.09	-0.94	2.12	4.80	5.37					
RUB/USD	28. 35	-0.06	-0.54	1.85	4.11	7.71					
RUB/EUR	39. 98	-0.04	0.29	-0.56	-0.69	2.11					
Золото, \$ Oz	1418.	-0.19	-0.59	0.43	27.84	-0.05					

МИРОВЫЕ РЫНКИ

	Последнее значение	Абсолютное изменение, %					С начала года
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.		
Индекс S&P	1310. 2	-0.27	0.91	-1.28	11.67	4.18	
Индекс РТС	2041. 9	-0.17	3.31	3.65	31.60	15.34	
USD/EUR	1.4 084	-0.09	-0.94	2.12	4.80	5.37	
RUB/USD	28. 35	-0.06	-0.54	1.85	4.11	7.71	
RUB/EUR	39. 98	-0.04	0.29	-0.56	-0.69	2.11	
Золото, \$ Oz	1418.	-0.19	-0.59	0.43	27.84	-0.05	

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.