

Оперативный обзор фондового рынка

понедельник, 28 марта 2011 г.

Лидеры изменения в
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Ростел-ао	171.5	5.7
УралСВИ-ао	1.65	4.4
РБК ИС-ао	42.779	3.9
ГМКНорник	7495	2.8
МТС-ао	258.68	2.7
ФСК ЕЭС ао	0.404	2.6
Уркалий-ао	232.09	2.5
СевСт-ао	554.3	2.3
Татнфт Зап	103.65	1.9
Сбербанк	106.94	1.8
Сургнфгз-п	16.67	1.3
Ростел-ап	89.91	1.2
Сбербанк-п	73.5	0.9
ВТБ ао	0.0982	0.9
Газпрнефть	151.5	0.6
ММК	31.912	0.5
Магнит ао	3998.9	0.5
Система ао	35.299	0.5
ОГК-5 ао	2.55	0.4
Транснф ап	39505	0.3
Новатэк ао	374.45	0.3
Татнфт Зао	182.77	0.0
ОГК-3 ао	1.3497	0.0
Сургнфгз	30.39	-0.2
ЛУКОЙЛ	2046.3	-0.2
ПолюсЗолот	1674.3	-0.3
Роснефть	267.99	-0.5
Аэрофлот	73.3	-0.5
ГАЗПРОМ ао	222.81	-0.7
РусГидро	1.4369	-0.7

С начала года индекс ММВБ показывает +7%, до исторических максимумов 2008 года остается вырасти 9%. Мы практически не сомневаемся, что исторический максимум будет превышен в этом году

Итак, за 3 года российские акции совершили круг. Упали быстро в 5 раз за 5 месяцев, а затем им понадобилось почти 3 десятка месяцев, чтобы вернуться на те же уровни. Скорость падения на рынке не равна скорости роста, вот только рынки чаще растут, чем не растут.

Конечно, индекс ММВБ не отражает влияния инфляции, а она значительна – близко к 38%. Можно посмотреть на индекс РТС, с пятничных 2040 п. до максимумов в 2500 пунктов остается расти еще 22.5%.

За два дня роста лидируют обыкновенные акции «Сбербанка», поднявшиеся на 5.82% (а если посчитать темпы, мы получим +3 021 274.75% годовых, правда, цифра на столь коротком промежутке времени не имеет смысла). В среду акция торговалась ниже 100 рублей, сейчас стоит 107. Мы считаем «Сбербанк» одной из самых привлекательных акций среди не-нефтегазового сектора. Причина – фантастическая рентабельность бизнеса банка, ROE_2011 будет порядка 30%. Это позволяет банку резко наращивать масштабы деятельности. Можно показать, что капитал прирастает ежегодно на величину ROE минус «коэффициент выплат» (доля дивидендов в чистой прибыли), но она невелика. «Сбербанк» способен продолжить отнимать рынок у других менее счастливых негосударственных конкурентов. «Сбербанк» в результате кризиса собрал все сливки с рынка, получил дешевое

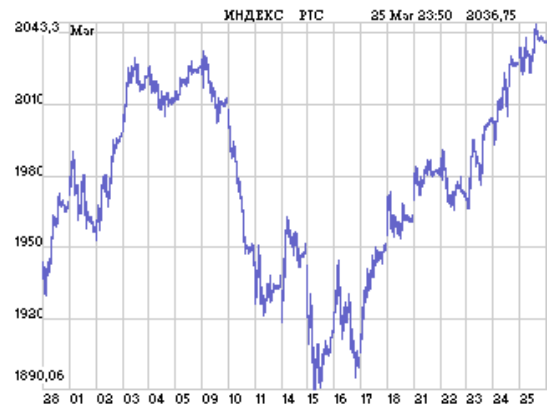
фондирование и имеет огромную процентную маржу. До кризиса 2008 года мы предполагали, что клиентская база будет растекаться по негосударственным банкам, где лучше условия обслуживания. Мы предполагали, что «Сбербанк» будет постепенно снижать рентабельность. Но кризис закрепил навыки в стиле «лучше недозаработать, чем потерять».

Высокое ROE банка сохранится в обозримые ближайшие годы. Потенциально банк может платить очень приличные дивиденды. Если предположить, что «Сбербанк» направит 50% чистой прибыли 2011 года на дивиденды, то при ожидаемой рентабельности капитала в 30% (ROE, прибыль, деленная на капитал на начало 2011), дивидендная доходность составила бы 5.7% притом, что банк смог бы иметь темпы роста собственного капитала в 15%. Конечно, пока и речи нет о том, что дивиденды достигнут этого уровня. Этому мешает традиция, политические ограничения. В итоге, большая прибыльность будет оборачиваться в быстрые темпы роста капитала.

Sberbank of Russia	2005	2006	2007	2008	2009	2010	12/11 Y	2012	2013	2014	2015
Собственный капитал			25 662	25 513	25 934	32 329	41 373	51 671	63 365	76 913	93 106
Чистая прибыль	2 326	3 049	4 167	3 944	771	6 000	9 520	10 841	12 309	14 261	17 046
ROE, %	34.38	30.92	22.63	14.09	3.13	0.23	29.447	26.202	23.821	22.506	22.162
на 28.3.2011											
Капитализация	24 889	66 544	90 305	16 732	59 755	73 694	83 989				
P/E	10.92	21.16	20.14	5.03	73.56	12.37	8.82	7.75	6.82	5.89	4.93
P/BV			3.52	0.66	2.30	2.28	2.03	1.63	1.33	1.09	0.90

С такой рентабельностью банк имеет мультипликатор p/e_2011=8.8, который резко падает с каждым годом из-за роста прибыли. Конечно, встает вопрос, как «Сбербанк» будет реализовывать стратегию роста, поскольку сейчас

Рынки накануне:



он занимает заметную долю – 26% по размеру активов и 29% по величине капитала, а также 50% от вкладов физлиц.

Недавно «Сбербанк» заявил, что может начать покупать другие банки, что выглядит логично. Вряд ли обычные коммерческие банки будут стоить больше 2 капиталов. Скупка позволит госбанку наращивать величину активов и получать новых клиентов и дальше, укрепляя свое монопольное положение.

Будучи на месте правительства мы бы расчленили «Сбербанк» на пару-тройку более мелких банков по экстерриториальному принципу, которые заставили бы конкурировать между собой. А затем приватизировали их. Это позволило бы нормализовать конкурентную среду в отрасли, улучшило конкуренцию и привело бы к большей экономической эффективности «финансовых посредников». Мы признаем, что это не будет реализовано, об этом даже не идет речи.

Сейчас после кризиса есть куда больше аргументов в этом направлении, как оказалось, крупные банки несут в себе угрозу, создавая проблемы TBTF/ITF (too big/interconnected to fail). Вероятно, что реформы финансовой отрасли, Базель-3 будут предусматривать «штрафы» для крупных банков и финансовых конгломератов. Но целесообразность и реальность не одно и то же. «Сбербанк» продолжит собирать сливки, и его акции нам нравятся. Наша цель по ним 165 рублей на конец 2012 года, что представляет собой абсолютный потенциал роста +54%. В среду этот потенциал составлял +65%...

Теперь мы предлагаем взглянуть на график, сравнивающий динамику российских и бразильских акций. Это индекс семейства MSCI России, деленный на аналогичный индекс Бразилии. Это относительная цена фондовых рынков, более высокие значения означают, что Россия дороже, низкие – что Бразилия дороже. Мы используем логарифмическую шкалу, чтобы лучше отразить разницу и на высоких и на низких уровнях.

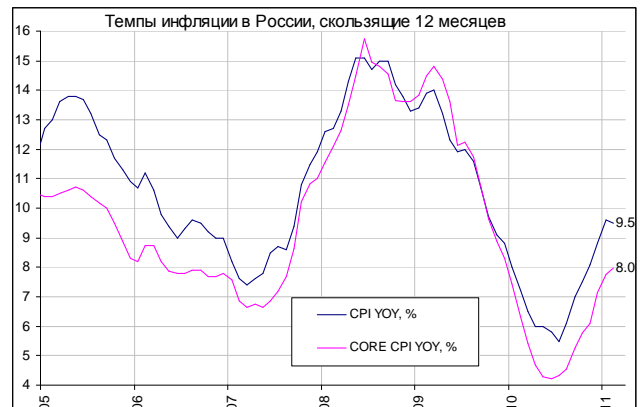
График отражает относительную переменчивую моду на рынках, инвесторы в некоторые моменты предпочитают то Россию, то Бразилию. Кривая также позволяет игнорировать общий растущий или падающий тренд на развивающихся рынках.

После краха 1998 года российские акции стоили экстремально дешево (например, «Газпром» по цене 60 копеек). Бразилия тоже «качалась» после азиатского кризиса, но устояла (соседняя Аргентина в 2001-м объявила дефолт). После дефолта российские акции относительно быстро восстанавливались и в 2002-м вышли на максимумы.

Бразилия куда лучше чувствовала себя в кризис 2008-го года, она не так значительно обвалилась и неплохо росла. Возможно, глобальные инвесторы реагировали на экономику страны, которая не показала столь значительного спада. Бразилия с 1999-го перешла на плавающий обменный курс и имела развязанные руки в части монетарной политики и снижала ставки. Российский Центробанк, обороняя рубль от девальвации в 2008/2009м, напротив, поднимал ставки, обвалив экономику (нужно, однако, признать, что основной обвал акций случился к октябрю 2008, еще до того как Центробанк РФ сделал свое черное дело)

Если брать 2007-й год как базу для сравнения относительно индекса Бразилии, то сейчас он на 60% дороже, чем тогда. Мы полагаем, что в некотором роде история повторится – Россия будет расти опережающими темпами. Движение конца 2010 и начала 2011 года, возможно, отражает начало этого относительного тренда.

ЦБ РФ объявил, что повышает резервные требования, чтобы бороться с инфляцией. Нам кажется несколько смешным и запоздалым это решение, поскольку инфляция уже запрограммирована прошлогодними действиями по расширению денежной базы правительством (трата Стабфонда) и самим Центробанком (интервенции). В инфляции лишь отчасти виноваты цены на продукты питания и нефть (см. график)



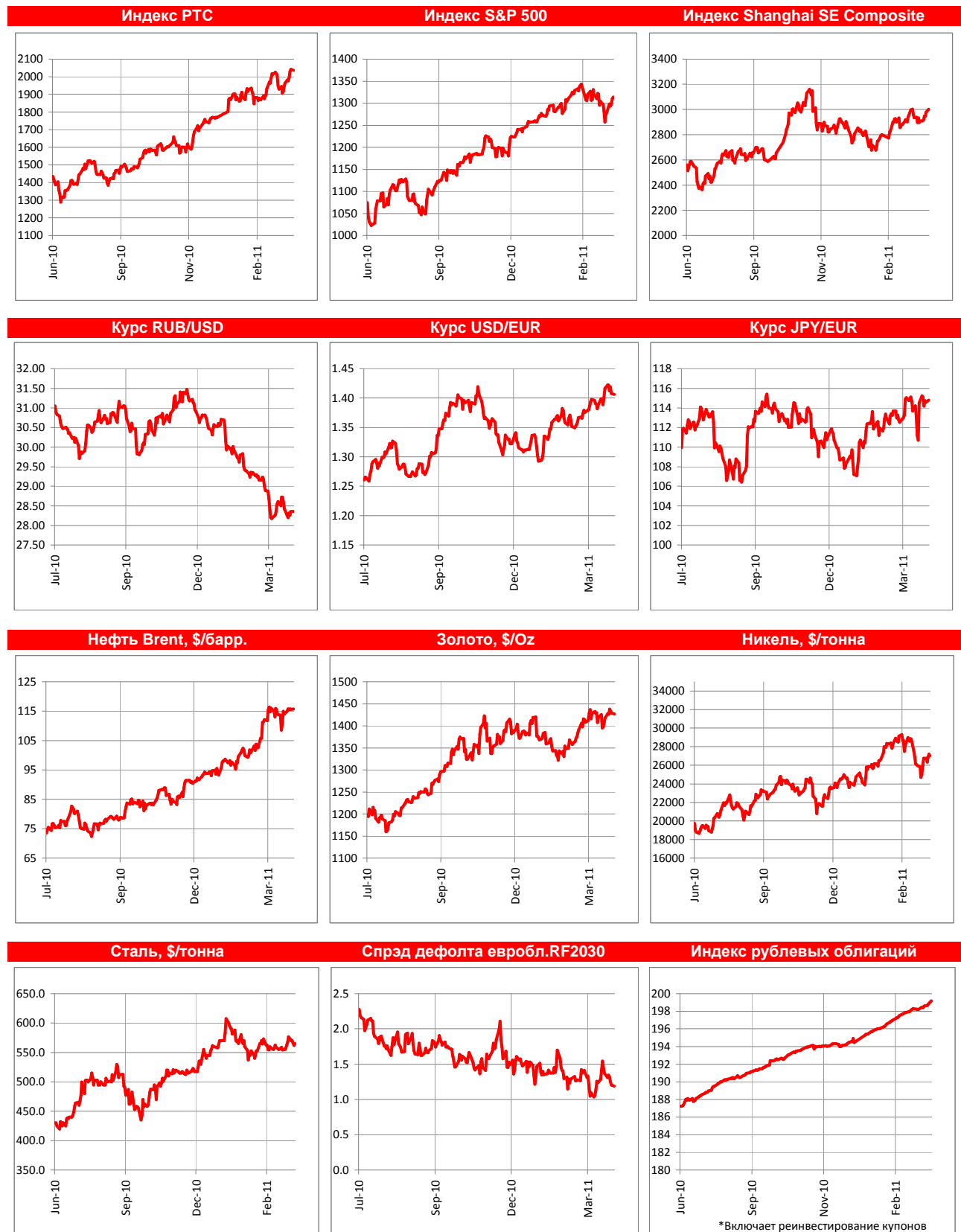
Вкратце:

- «Башнефть» сообщила, что добыча нефти на месторождениях им. Требса и Титова на пике может составить около 6 млн. тонн в год. Такие объемы добычи будут достигнуты в 2017 году, если удастся договориться с «ЛУКОЙЛом». В противном случае, максимум будет достигнут в 2018-2019 гг. Сейчас переговоры между компаниями находятся на финальной стадии, однако какой будет доля «ЛУКОЙЛа» в этом проекте пока не ясно.
- Агентство Fitch улучшило прогноз рейтинга «Роснефти» со «стабильного» на «позитивный». При этом рейтинг оставлен на уровне «BBB-». Как полагает агентство, кредитные показатели «Роснефти» идут вверх, а в ближайшие годы ее финансовое состояние будет улучшаться.
- «Роснефть» изучает возможность взыскания с ВР и «ТНК-ВР» компенсации за срыв сделки по совместному освоению с ВР арктического шельфа и обмену акциями. По словам И. Сечина, российская компания готова защищать стратегический альянс с ВР и сейчас прорабатывает комплекс действий по этому поводу. Напомним, что 7 апреля арбитраж вынесет окончательный вердикт в споре между российскими акционерами «ТНК-ВР», «Роснефтью» и ВР. Интересны заявления И. Сечина о том, что «Роснефть» хочет взыскать компенсацию за убытки с акционеров «ТНК-ВР». Что это за убытки, как они получились и их размер «Роснефть» не уточняет.
- ЦБ сохранил ставку рефинансирования на уровне в 8%. При этом регулятор повысил нормы резервирования в банковской системе. Однако эффект от действий монетарных властей имеет определенный лаг (12-14 месяцев), поэтому их влияние на инфляцию станет заметным только в следующем году.
- «РБК Daily» пишет, что за два месяца «Роснефть» и «Транснефть» недополучили около \$100 млн. из-за конфликта с китайскими партнерами. Напомним, что китайцев не устроил сетевой тариф, который действует на трубопроводе ВСТО. По их мнению, они должны платить только за транспортировку нефти до Сковородино, где начинается ответвление в Китай. Поэтому они в одностороннем порядке снизили размер платежа за российскую нефть. Сейчас стороны пытаются решить эти разногласия, но пока договориться не удалось. Скорее всего, данный вопрос придется решать на правительственном уровне.
- «Интерфакс» со ссылкой на источники сообщает, что «Вертолеты России» в конце апреля проведут road-show перед возможным IPO. По сведениям издания, компания намерена разместить около 25% акций и привлечь около \$500 млн. Консолидированные финансовые показатели холдинга пока не раскрываются.
- «Транснефть» намерена потратить в этом году на строительство новых объектов \$5,5 млрд. Почти половина из этой суммы пойдет на вторую очередь ВСТО. Также компания назвала свои оценки стоимости ряда крупных проектов. В частности, инвестиции в проект БТС-2 оцениваются в \$3,45 млрд. Кроме планов по капитальным затратам, монополия раскрыла полные тарифы на транспортировку нефти и нефтепродуктов, а также данные о качестве нефти. Ранее эти данные «Транснефть» считала секретными, но в конце прошлого года правительство обязало монополию раскрыть их.
- По данным EPFR Global в российский фондовый рынок продолжают поступать деньги: на неделе, завершившейся 23 марта, пришло еще \$289 млн. При этом из остальных развивающихся рынков деньги продолжают утекать. Также отмечается спрос на японские акции. По данным Токийской фондовой биржи, нетто-покупки иностранцев на той же неделе составили \$12,3 млрд. Похоже, что инвесторы достаточно оптимистично смотрят на будущее Японии.

Местное:

- Акционеры «Уралкалия» и «Сильвинита» предъявили к выкупу акции на 73 млн. рублей. Как комментирует «Уралкалий», то, что к выкупу предъявлено так мало бумаг, свидетельствует о заинтересованности акционеров в получении преимуществ, которое представит им участие в объединенной компании и справедливости объединения на объявленных условиях. При этом компания забывает упомянуть, что цены выкупа акций «Уралкалия» и «Сильвинита» заметно ниже текущих рыночных котировок. Поэтому акционерам гораздо выгоднее было бы продать акции в рынок, чем предъявлять их к выкупу.
- «Соликамскбумпром» по итогам 2010 года получил прибыль в 6,4 млн. рублей против убытка в 2009 году. На прошлой неделе компания провела общее собрание акционеров, на котором было решено не выплачивать дивиденды за 2010 год.
- «Соликамский магниевый завод» получил в 2010 году убыток в 271,6 млн. рублей. В 2009 году также был убыток, но на меньшую величину - 114,7 млн. рублей. Рост убытков компания объясняет опережающим выростом цен и тарифов на энергоресурсы и сырье.

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	186 152	-0.53	-0.39	5.64	38.41	15.17	7.55	5.80	6.72	4.93	
Новатэк	40 127	0.44	1.22	0.79	95.45	11.62	48.72	22.39	34.05	15.42	
Роснефть	100 101	-0.29	4.63	-1.47	14.84	22.48	15.37	9.68	8.55	6.15	
ЛУКОЙЛ	61 313	-0.09	1.45	0.30	24.28	18.03	8.75	5.93	4.72	3.74	
Газпром нефть	25 328	0.63	4.53	-2.72	-2.85	18.11	8.41	7.60	6.29	5.19	
Сургутнефтегаз	38 294	-0.12	3.44	-8.80	8.18	-5.73	10.43	8.09	-	2.59	
ТНК-ВР	43 491	0.00	1.05	-4.29	48.72	6.62	8.40	6.99	5.53	4.69	
Татнефть	14 052	0.09	5.67	5.44	27.43	25.04	8.17	8.77	6.51	6.25	
БАНКИ											
Сбербанк	81 439	1.83	7.00	4.80	26.42	2.52	105.56	8.55	-	-	
ВТБ	36 221	0.94	5.41	-2.95	24.60	-2.59	-	21.17	-	-	
ЭНЕРГЕТИКА											
ОГК-1	2 357	-0.63	1.86	-6.74	-10.58	-15.81	23.82	17.33	14.93	8.25	
ОГК-2	1 788	1.57	10.16	-0.72	4.29	-13.67	51.67	11.82	24.40	8.63	
ОГК-3	2 259	-0.09	1.59	-6.10	-30.41	-21.09	16.63	39.88	7.64	12.67	
ОГК-4	6 064	0.87	-4.37	4.47	29.76	-7.44	34.77	18.13	21.63	12.06	
ОГК-5	3 179	0.35	5.12	-1.20	-4.21	-9.32	31.41	11.09	16.37	7.30	
ОГК-6	1 512	2.60	9.94	-0.38	15.28	-7.78	19.58	26.58	12.27	11.68	
ТГК-9	1 134	-1.20	4.21	-8.78	-14.70	-14.70	9.03	24.33	7.91	7.03	
Русгидро	14 629	-0.60	4.74	-2.77	-2.70	-12.69	15.09	10.43	9.17	6.44	
ИнтерРАО	4 293	0.38	10.81	-2.12	-20.02	-12.09	-	19.31	-	9.10	
ФСК	17 881	2.48	14.88	-3.64	10.62	10.02	-	21.77	-	9.08	
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ											
Ростелеком	4 421	6.35	10.59	10.68	15.49	9.79	38.06	48.52	20.31	20.25	
МТС	18 171	2.78	4.03	4.65	1.82	-0.52	18.09	10.93	-	-	
МЕТАЛЛУРГИЯ											
ГМК Норникель	50 353	2.86	4.62	6.89	45.40	4.49	19.37	10.04	11.28	6.72	
НЛМК	26 807	1.56	4.35	-3.76	25.09	-12.32	124.65	21.47	19.80	11.50	
ММК	12 605	0.71	5.33	-0.23	12.56	-2.92	54.33	29.12	15.44	9.96	
Северсталь	19 731	2.59	3.47	1.22	42.35	7.16	-	16.16	15.03	8.25	
Мечел	13 162	0.31	5.41	-1.29	10.03	1.55	178.49	18.18	30.42	10.39	
Белон	895	1.82	2.68	-9.94	-21.00	-10.49	34.70	8.68	13.70	5.11	
Распадская	5 493	-1.41	-1.11	-10.93	-6.71	-7.07	47.11	22.51	22.29	14.81	
Полюс золото	11 251	-0.36	2.48	-1.33	15.40	-12.74	34.98	25.23	20.82	14.62	
Полиметалл	7 605	0.19	5.43	-1.23	70.92	-4.68	79.22	43.45	33.54	25.21	
УДОБРЕНИЯ											
Уралкалий	17 419	2.64	3.36	-0.56	89.90	6.05	60.60	21.38	34.02	14.82	
Сильвинит	8 283	2.45	4.87	1.30	47.45	8.98	24.91	11.09	13.63	8.00	
Акрон	2 085	-0.33	-0.71	-8.78	13.94	9.17	9.31	12.52	14.10	9.33	
ПРОЧИЕ											
Аэрофлот	2 868	-0.30	-2.07	0.16	14.54	-8.16	32.15	13.59	10.54	6.95	
Седьмой континент	695	-0.50	3.66	-4.55	-0.93	6.84	19.07	15.35	8.22	7.36	
Магнит	12 546	0.49	4.95	5.58	56.40	-1.54	45.60	28.06	28.54	15.67	
ПИК	2 252	-0.64	1.55	-10.42	-16.05	5.45	-	2.99	-	-	
Система Галс	337	0.91	2.54	-11.17	-15.73	-16.15	-	-	-	-	
ЛСР	4 186	2.00	5.22	-6.02	7.51	12.39	28.16	15.49	11.04	9.67	

МИРОВЫЕ РЫНКИ

	Последнее значение	Абсолютное изменение, %					С начала года
		За 1 день	За 5 дней	За месяц	За 12 мес.		
Индекс S&P	1313.8	0.32	2.70	-1.01	12.62	4.47	
Индекс РТС	2036.8	-0.19	2.76	3.39	34.01	15.05	
USD/EUR	1.4 063	-0.11	-1.13	1.96	4.64	5.21	
RUB/USD	28.36	-0.03	-0.34	1.82	4.07	7.67	
RUB/EUR	39.88	0.22	0.76	-0.33	-0.46	2.35	
Золото, \$ Oz	1426.98	-0.12	-0.02	1.07	29.19	0.58	

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 оказания 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.