

Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 8 октября 2009 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Газпром	144	3.1%
УралСиб-ао	115.9	2.7%
Татнефть Зап	48.8	2.4%
Сбербанк	62.28	2.2%
Ростел -ап	52.9	2.1%
ОГК-5 ао	1.736	2.0%
Сургутгаз	26.2	1.9%
ЛУКОЙЛ	1706	1.6%
Сургутгаз-п	12.14	1.6%
Новатэк ао	130.3	1.3%
ПолусЗолот	1436	0.9%
РусГидро	1.036	0.8%
Роснефть	232.2	0.7%
УралСиб-ао	0.665	0.6%
Сбербанк-п	38.04	0.5%
ВТБ ао	0.061	0.5%
Трансф ап	24400	0.2%
Система ао	16.11	0.0%
РБК ИС-ао	44.3	0.0%
МТС-ао	207.5	0.0%
СевСт-ао	228.5	-0.4%
ГАЗПРОМ ао	174.2	-0.4%
Татнефть Зап	127.3	-0.5%
Магнит ао	1780	-0.5%
ГМКНорник	3680	-0.5%
ФСК ЕЭС ао	0.34	-0.6%
Аэрофлот	43.79	-0.9%
ОГК-3 ао	1.37	-1.0%
Ростел -ао	143.2	-1.1%
ММК	23.2	-1.2%

Если считать в долларовых ценах, вчера российский рынок показал прорыв. Индекс РТС (+1.3%) доходил до отметки в 1300 пунктов, несколько откатившись под вечер. Однако рублевый индекс ММВБ вырос только на 0.5% и остается в пределах посткризисных максимумов, не «пробив» их. Разница в поведении индексов кроется в поведении рубля, который продолжает укрепляться. Так, в настоящее время курс рубля к доллару опустился уже до 29.67.

Хорошие новости продолжают прибывать. Австралия, пару дней назад начала повышение ставок, это первое повышение ставок среди G7 и G20. Как в любой развитой стране Резервный банк Австралии может проводить самостоятельную монетарную политику. В ходе кризиса ставки процента были понижены, что привело к росту кредитования и поддержало падающую инвестиционную активность в стране. Теперь мягкая монетарная политика начала давить на цены, экономика встала на путь роста, и надобность в расширенном денежном предложении отпала. ВВП страны по второму кварталу в положительной зоне, если измерять в формате г./г. +0.6% или кв./кв. (также 0.6%). Вчера в Австралии было сообщено о снижении безработицы (с 6.0% до 5.7%, перед кризисом была около 4%). К сожалению, Россия лишила себя подобной роскоши – печатать деньги в кризис – выбрав политику стабильного рубля, за что мы расплачиваемся одним из самых больших темпов спада в G20.

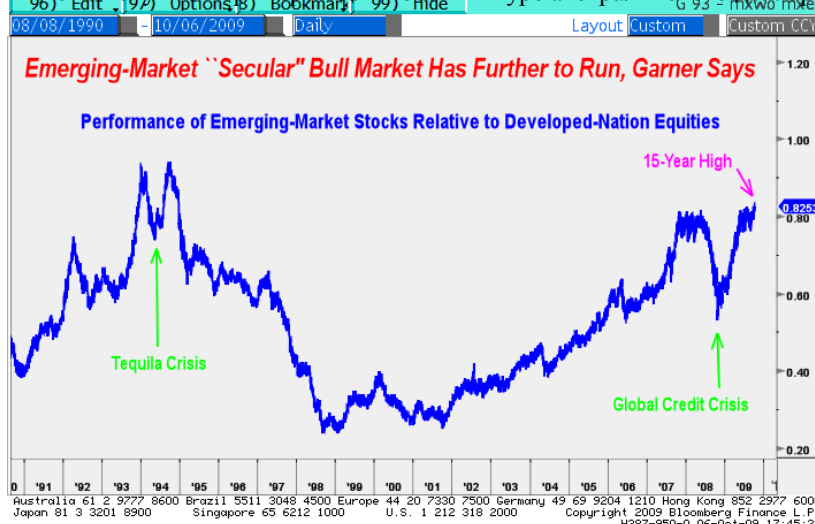
Рост процентной ставки в этой стране привел к росту австралийского доллара (и акций, также). Рост валюты объясним тем, что вновь начинают работать схемы carry-trade – заем в странах с низкими ставками и вложение в страны с высокими. Австралия является преимущественно сырьевой, хотя и высокоразвитой. В этом смысле денежная и валютная политика Австралии может служить примером для России – курс австралийского доллара

практически не управляется и страна не беспокоится, что останется навсегда сырьевой.

Вчера Bloomberg опубликовал «график дня», на котором сравнивается поведение индексов развивающихся стран и мирового индекса, см. справа. Это простое соотношение двух индексов. Если график идет вверх, это означает, что развивающиеся рынки опережают рост развитых, и наоборот.

Вчера это соотношение достигло 15-ти летнего максимума со времен «текила-кризиса» в начале 90-х. Тогда, напомним, за кредитованная американскими банками Мексика чуть не объявила дефолт, что угрожало бы работоспособности американской финансовой системы (банковские кризисы в США регулярны, как часы). Чтобы спастись от этой напасти министр финансов США Николас Брэди провел реструктуризацию мексиканских долгов, конвертировав их в облигации по которым гарантии давала США. С тех пор облигации, выпущенные развивающимися странами, часто называют brady-bonds.

Мексиканский кризис 1994 года отбил охоту искать большую прибыль за границей, за ним последовал спад 1998 года, и сейчас соотношение восстановилось. График на самом деле говорит, что идея decoupling и «тихой гавани», которая владела умами до краха Lehman Brothers, была не такая уж и неправильная. В целом, развивающиеся рынки ведут себя не так и плохо.



Однако если мы взглянем на российские акции, то мы увидим обратную ситуацию. Российские акции ведут себя хуже развитых рынков и хуже развивающихся. Тем не менее, мы не теряем оптимизма, считая это временным явлением, которое, возможно, связано с не совсем правильной политикой Центрального банка РФ, который то ли борется с инфляцией в самый неподходящий момент, то ли продолжает бороться за стабильность рубля (к сожалению, политика ЦБ РФ не является явно декларируемой и приходится додумывать). Слишком жесткая монетарная политика, ограниченное предложение рублей является главной причиной спада в кредитовании, высоких ставок и темпов падения ВВП больше 10%. Но рыночная экономика может приспособиться к новой реальности и новой денежной политике. Рост экономики обязательно возобновится, только это произойдет чуть позже.

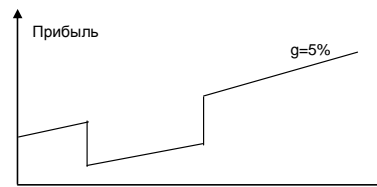
Рост акций в России до 1300 п. (вчера почти коснулись), как и продолжающийся рост котировок развитых рынков, некоторые наблюдатели считают неправильным. Постоянно можно слышать рассуждения, что акции оторвались от экономики и что это чревато обвалом. На это мы предлагаем взглянуть на простейшую модель. Для начала мы рассчитаем, сколько должны стоить акции, как если бы не было кризисов в рамках простейшей линейной модели. Чтобы не усложнять расчеты, будем считать это на примере американских акций. Долгосрочная реальная доходность акций в США составляет около 9% (посчитано двумя способами, см. ниже). Реальный рост экономики и условной акции составляет 5% (2.5% реальный рост и 2.5% инфляция). Мы также предположим, что долгосрочная отдача капитала ROE=12%.

Долгоср. доходность акций ("пост.Сигела") 6.5%
 +долгосрочная инфляция доллара 2.5%
 = требуемая доходность акций, COE 9.0%
 или
 Безрисковая ставка (долгоср.обл) 5.0%
 Усредненная премия за акцион.риск 4.0%
 = Ставка дисконтирования акций, COE 9.0%

Реальный рост экономики 2.5%
 +долгосрочная инфляция доллара 2.5%
 = номинальный рост экономики, g 5.0%
 Долгосрочный ROE 12.0%

$$P = \frac{FCFE_1}{COE - g} = \frac{E_0 * (1 + g) * (1 - k_{reinv})}{COE - g} = \frac{E_0 * (1 + g) * (1 - g / ROE_{reinv})}{COE - g}$$

$$P / E = \frac{(1 + g) * (1 - g / ROE_{reinv})}{COE - g} = \frac{(1 + 5\%) * (1 - 5\% / 12\%)}{9\% - 5\%} = 15.3$$



Падение прибыли	50%													
Год	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
E (прибыль)	1.0	0.53	0.55	0.58	1.22	1.28	1.34	1.41	1.48	1.55	1.63	1.71		
Подр.ROE	12.0%	6.0%	6.0%	6.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%		
FCFF		0.09	0.09	0.10	0.71	0.74	0.78	0.82	0.86	0.90	0.95	1.00		
FCFE (коэфф.выплат)	58%	17%	17%	17%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%		
Сумм COE		109%	119%	130%	141%	154%	168%	183%	199%	217%	237%			
PV(FCFF)		0.08	0.08	0.07	0.50	0.48	0.47	0.45	0.43	0.42	0.40			
PV(TV)												10.54		
P (сумма приведенных потоков)	13.92													
Справедливая цена P	13.92	15.09	16.35	17.73	18.61	19.54	20.52	21.55	22.62	23.75	24.94			
Наблюдаемый P/E	13.92	28.73	29.66	30.63	15.31	15.31	15.31	15.31	15.31	15.31	15.31			
Рынок должен упасть на	-9%													

В рамках линейной модели без кризиса, можно вывести формулу справедливого мультипликатора P/E, который был бы равен 15.3.

Теперь предположим, что неожиданно для всех происходит кризис, роняющий уровень прибыли в 2 раза длительностью три года (что отражено на графике). Мы предполагаем (слегка нереалистично, но это не особо принципиально), что даже в кризис компания продолжает инвестировать так, что ее капитал растет с темпом в 5%, равным долгосрочному росту экономики.

Поскольку три года прибыль компании оказывается депрессивной, отдача капитала на этот период в 2 раза ниже обычной – 6% вместо 12%. Денежные потоки тоже снижаются на этот период, больше чем в 3 раза. Но этот провал способен объяснить падение справедливой стоимости акции только на 9%.



Американские акции в кризис упали на 50% из чего можно сделать вывод, что падение было чрезмерным, неоправданным. Соответственно, наблюдаемый сейчас рост становится правильным, поскольку восстанавливает

справедливость. Можно, конечно, предполагать, что акции в США были сильно переоценены, но для этого нужны основания.

Выше мы приводим график P/E для американских акций, правда, мы берем только положительные прибыли т.е. без учета убытков (особ. банков) пары прошлых лет, которые, понятно, были временными. По триллионам ежегодно списывать долги вряд ли снова будут в ближайшее время. Мы видим, что значение P/E на дне падало ниже 9, что довольно дешево для США. А по прибылям 2010, 11, 12 года рынок акций сейчас торгуется с P/E 15.6, 13.2, 11.2, что можно сравнить со средним значением P/E для США около 15 в исторической перспективе. Поскольку прибыли ближайших лет остаются депрессивными (2011 год принесет прибыли примерно в 2 раза ниже, чем докризисный 2007), то американские акции вряд ли были дорогими в прошлом и не являются дорогими сейчас.

Российские акции с мультипликатором прибыли P/E=6...7, следует считать дешевыми. В конце лета мы дали прогноз, что акции в России вырастут до 1300-1500 РТС. Вчера практически была достигнута отметка в 1300. Мы не удивимся, если российские акции вырастут даже больше, чем 1500 – если бумаги могут упасть в 5 раз за полгода, почему бы им также быстро не вырасти?

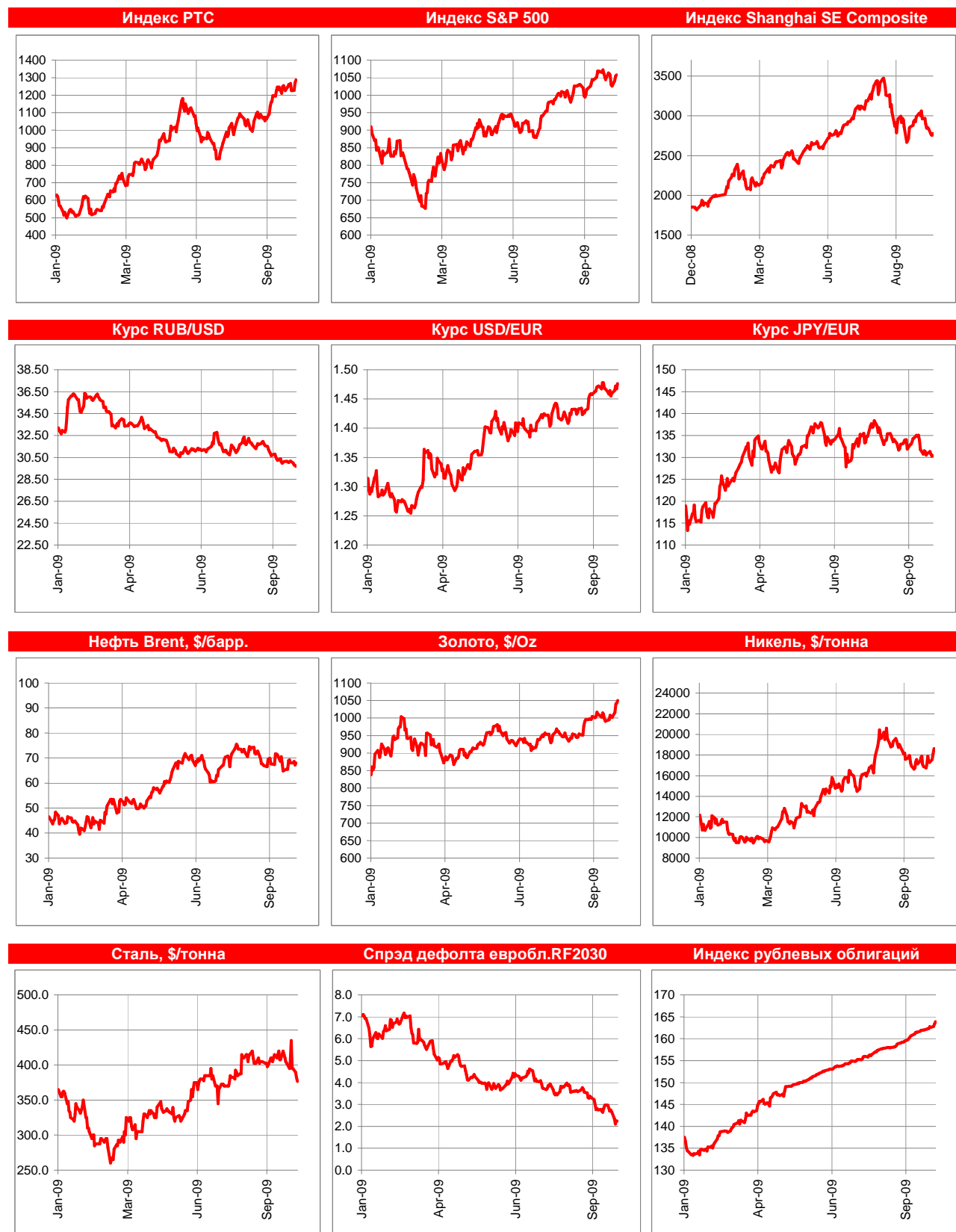
Вкратце:

- «Распадская» и «Мечел» получили разрешение от ФАС и с 1 октября повышают отпускные цены на уголь на внутреннем рынке в 1,5 раза до \$90-100 за тонну. Напомним, что первой среди угольных компаний о повышении цен объявил «Белон», которому не требуется на это разрешения ФАС.
- По расчетам Центробанка, в августе население сократило спрос на наличную валюту на 4% по сравнению с июлем до \$7,111 млрд. Предложение сократилось на 13% до \$5,662 млрд. Таким образом, чистый спрос на валюту составил \$1,449 млрд., что на 58,7% выше, чем месяцем ранее.
- Центробанк вчера сообщил, что в сентябре объем нетто-покупки валюты составил \$2,65 млрд. после нетто-продаж в августе и июле. Получается, что в сентябре Центробанк сдерживал укрепление рубля.
- Производитель водки «Синергия» может увеличить уставный капитал, проведя допэмиссию акций. Как сообщает «Интерфакс» размещение будет осуществляться по закрытой подписке, решение по нему будет принято на собрании 9 ноября. Пока компания не раскрывает цели и объем допэмиссии.
- Сегодня состоятся заседания ЕЦБ и Банка Англии. Ожидается, что центробанки оставят ставки без изменений на уровне 1% и 0,5% годовых соответственно.

Местное:

- Краевые власти предложили крупнейшим застройщикам разработать градостроительную схему государственного регионального заказа на строительство жилья. Кроме того, власти заявили о своих намерениях содействовать строительным компаниям в решении вопросов по присоединению к инфраструктуре и предоставлению земельных участков. Для этого в городе будет снесено более 100 ветхих и аварийных домов и тем самым освободятся площадки для дальнейшей жилой застройки. Мы полагаем, что проблема возможного дефицита жилья из-за того, что застройщики перестанут строить новые дома, является надуманной. И поэтому мы не ожидаем сокращения предложения и опережающего роста цен на недвижимость.
- Газета «Коммерсант» сообщает, что «ОГК-1» может сменить поставщика газа для Пермской ГРЭС. Со следующего года ГРЭС может начать закупать газ у «НОВАТЭКа» вместо «Газпрома». Если это случится, то «дочка» «Газпрома» - «Пермрегионгаз» потеряет около 30% своего объема реализации газа. Заметим, что «НОВАТЭК» в последнее время проводит активную экспансию на внутреннем рынке. Компания заявила, что намерена в ближайшие 5-6 лет удвоить добычу. А так как «Газпром» имеет монополию на экспорт газа, то независимым производителям газа ничего не остается делать, как выходить на конечного российского потребителя, либо задешево продавать газ «Газпрому».
- Судебные приставы наложили арест на ТЦ «Машинного двора», который находится по Шоссе Космонавтов, 328 в качестве обеспечительной меры по сохранности имущества по судебным искам. Сейчас в судебном порядке «Машдвору» (теперь уже «Меридиан-П») предъявлены претензии на сумму более 500 млн. руб.

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.