

Оперативный обзор фондового рынка

вторник, 9 марта 2010 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Сбербанк	87.2	5.2%
СевСт-ао	384.5	4.5%
Татнефть Зап	88	3.0%
Татнефть Зао	147.5	2.9%
ОГК-5 ао	2.469	2.7%
ГАЗПРОМ ао	176.8	2.6%
Система ао	27.9	2.3%
Сбербанк-п	69.2	2.3%
Роснефть	243.4	2.2%
УралСви-ао	0.887	2.2%
Магнит ао	2160	2.1%
ГМКНорник	4933	1.9%
РБК ИС-ао	36.78	1.9%
Газпромнефть	148.7	1.8%
МТС-ао	239.2	1.8%
ОГК-3 ао	1.458	1.7%
Транснефть ап	25285	1.5%
Сургутгаз	26.2	1.5%
Новатэк ао	182.3	1.4%
ВТБ ао	0.078	1.2%
Сургутгаз-п	15.5	1.0%
РусГидро	1.33	0.9%
ЛУКОЙЛ	1642	0.8%
Аэрофлот	55.05	0.6%
Ростел -ап	72.14	0.4%
ПолюсЗолот	1454	0.3%
ФСК ЕЭС ао	0.317	0.3%
Ростел -ао	145.1	0.2%
ММК	29.96	-0.1%
Уркалий-ао	124.2	-0.2%

За последние 8 торговых дней индекс РТС вырос на 10%, тогда как до посткризисных максимумов января остается около 5%. Объем торгов на ММВБ составил 66.6 млрд. рублей, что неплохо для последних недель. В пятницу индекс ММВБ вырос на 2.1%, лидировали обыкновенные акции «Сбербанка» (+5%), что, по нашему предположению, отражает то, что спекулятивный капитал начинает «запрыгивать обратно на поезд». Акции банка являются самыми ликвидными в России, и это, безусловно, привлекает краткосрочный капитал и интрадей-трейдеров.



Справа мы приводим график средней ожидаемой аналитиками прибыли «Сбербанка» на 2011 и 2012 годы. Как видно, ожидания очень сильно изменяются, и в настоящий момент консенсус предполагает, что в 2012 году будет заработано \$9.2 млрд. и \$8 млрд. в 2011 году. При капитализации банка в \$65 млрд. форвардный мультипликатор «капитализация/прибыль» составляет 7 и 8.1, что нельзя считать очень дорогим показателем (хотя это в 1.5 раза выше, чем форвардные P/E «ЛУКОЙЛа» или «Газпрома» около 5 за эти же годы). Сейчас аналитики предполагают, что после прохождения кризисных явлений (из-за них мы не рассматриваем показатели 2009 и 2010 годов), отдача капитала «Сбербанка» ROE вырастет до 22-23%.



У нас сложное отношение к акциям этого банка. Мы признаем, что подобная отдача очень привлекательна, и сейчас

«Сбербанк» нельзя признать дорогим (по мировым меркам это скорее дешево). Но мы не верим, что банку удастся удерживать такую прибыльность по ROE слишком долго, и мы ожидаем, что в ближайшие годы она снизится под влиянием конкуренции. Успех «Сбербанка» напрямую связан с кризисами и жизненным опытом россиян. Они готовы нести деньги под 7% в «надежный государственный банк» и игнорируют частные банки с депозитами в 14%. Все это выливается в низкую стоимость пассивов «Сбербанка», большую процентную маржу (разницу между привлечением и размещением средств) и большую отдачу капитала. Многие россияне просто не осведомлены о том (или не верят в это), что вклады населения в других банках также надежны, как и в «Сбербанке». Любой банк в РФ, работающий с вкладами населения обязан входить в систему страхования вкладов, и АСВ по закону страхует частные счета до 700 тыс. руб. Конечно, картина сложнее, потому что есть деньги компаний, а на них страховка не располагается. Но на это имеются другие, не менее надежные государственные банки, вроде ВТБ. По большому счету, банки входящие в 30-ку крупнейших тоже по-своему надежны. Прошедший кризис показал, что правительство не готово смотреть на их развал и выводит их на санацию, опасаясь неуправляемого развала банковской системы. Так, как это случилось с дерипасковским банком «Союз».

«Сбербанк» мог бы быть очень привлекательной бумагой, если ему удалось бы сохранять отдачу на вложенный капитал в 22% долгосрочно. В простейшей линейной модели его можно оценить в $P/BV = (ROE - g) / (K_e - g) = (22\% - 6\%) / (11\% - 6\%) = 3.2$ (ставки и темпы роста долларовые). Эта линейная модель (как все модели) не идеальна, мы используем слегка завышенные значения темпов долгосрочного роста, чтобы примерно описать более высокие темпы роста в ближайшие годы и медленные долгосрочно. Конечно, модель не точна, но она дает ощущение, откуда берется стоимость и от чего она зависит. Текущее значение Сбербанка $P/BV = 2.4$, что нельзя назвать слишком низкой величиной. Если «Сбербанку» не удастся удержать отдачу капитала ROE выше 20%, то даже это значение будет высоким. А мы верим, что ему это не удастся.

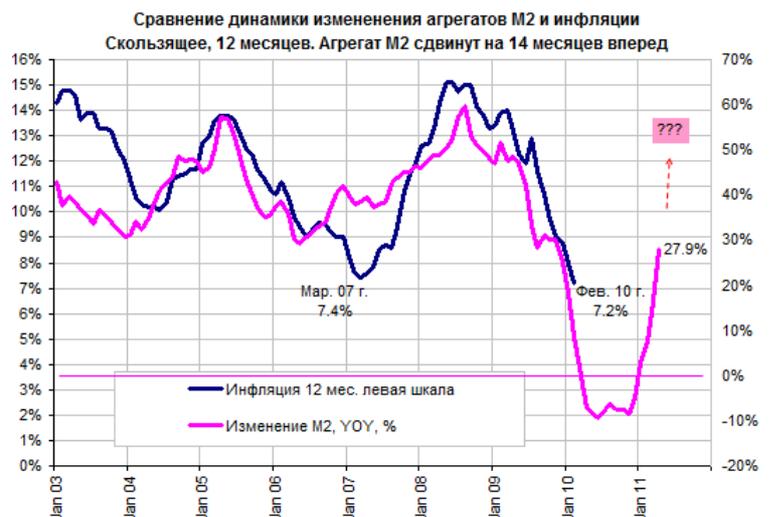
При инвестировании не следует уделять слишком большого внимания текущим тенденциям. Несколько лет по российским меркам это много. Так, еще несколько лет назад «Сбербанк» не был «нормальным» операционным банком. В 2004 году его активы в большей мере содержали ОФЗ, которые переоценивались. Примерно до 2005 года, если бы не переоценка портфелей ОФЗ и еврооблигаций РФ из-за падающих процентных ставок, «Сбербанк» имел бы почти нулевую прибыль. Аналогично, пройдет несколько лет и чудо прибыльности «надежного банка» может растаять, а конкуренция сделает свое дело. Если отдача ROE начнет падать, это станет неприятным сюрпризом для рынка, а это может случиться довольно быстро. Мы не видели ни одного крупного банка в мире, которому бы удавалось хронически удерживать $ROE > 20\%$ долгосрочно и считаем, что и «Сбербанку» это не удастся. Банковский бизнес является очень конкурентным, близким по структуре к экономической модели «идеальной конкуренции», где много продавцов, много покупателей, никто не доминирует и конкуренция сводится исключительно к ценовому фактору. А экономическая наука говорит, что в такой рыночной структуре избыточная прибыль невозможна.



В пятницу курс рубля установил еще один рекорд. Может это не заметно для тех, кто следит за номинальным курсом к доллару - он примерно стабилен, около 29.8 руб./долл. Зато установлен посткризисный максимум стоимости рубля к бивалютной корзине (см. график). ЦБ, похоже, в пятницу пришлось сделать еще один шаг, сдвинув "нижнюю границу" до 34.6. С ноября 2009 и до 12 февраля нижняя граница коридора походила на 35 (верхняя на 38, +3 рубля к нижней формируют весь коридор). За последние 3 недели торгов ЦБ пришлось отступить 8 раз, на каждом из которых, как расшифровывал свою политику ЦБ РФ, покупается по \$700 млн. Итого, с 12 февраля должно быть куплено \$5.6 млрд. Если бы не интервенции, то мы бы увидели куда большее укрепление.

А потребительская инфляция продолжает падать, и по данным Росстата в феврале докатилась до 7.2% YoY, что тоже является самыми низкими темпами 12-ти месячного роста цен за 11.5 лет с преддефолтного лета. Тогда, в июле 1998 темпы инфляции установили постсоветский минимум инфляции в 5.6% YoY. Нынешняя инфляция ниже рекордных 7.4% в марте 2007 г., и остаются шансы, что будет побит рекорд 1998.

Инфляция продолжает неплохо предсказываться темпами роста M2 со сдвижкой на 14 месяцев, теперь встает вопрос, когда (и если) случится разворот обратно – правительство продолжает эмиссионное финансирование бюджета, а ЦБ РФ печатает рубли для скупки долларов.



Вкратце:

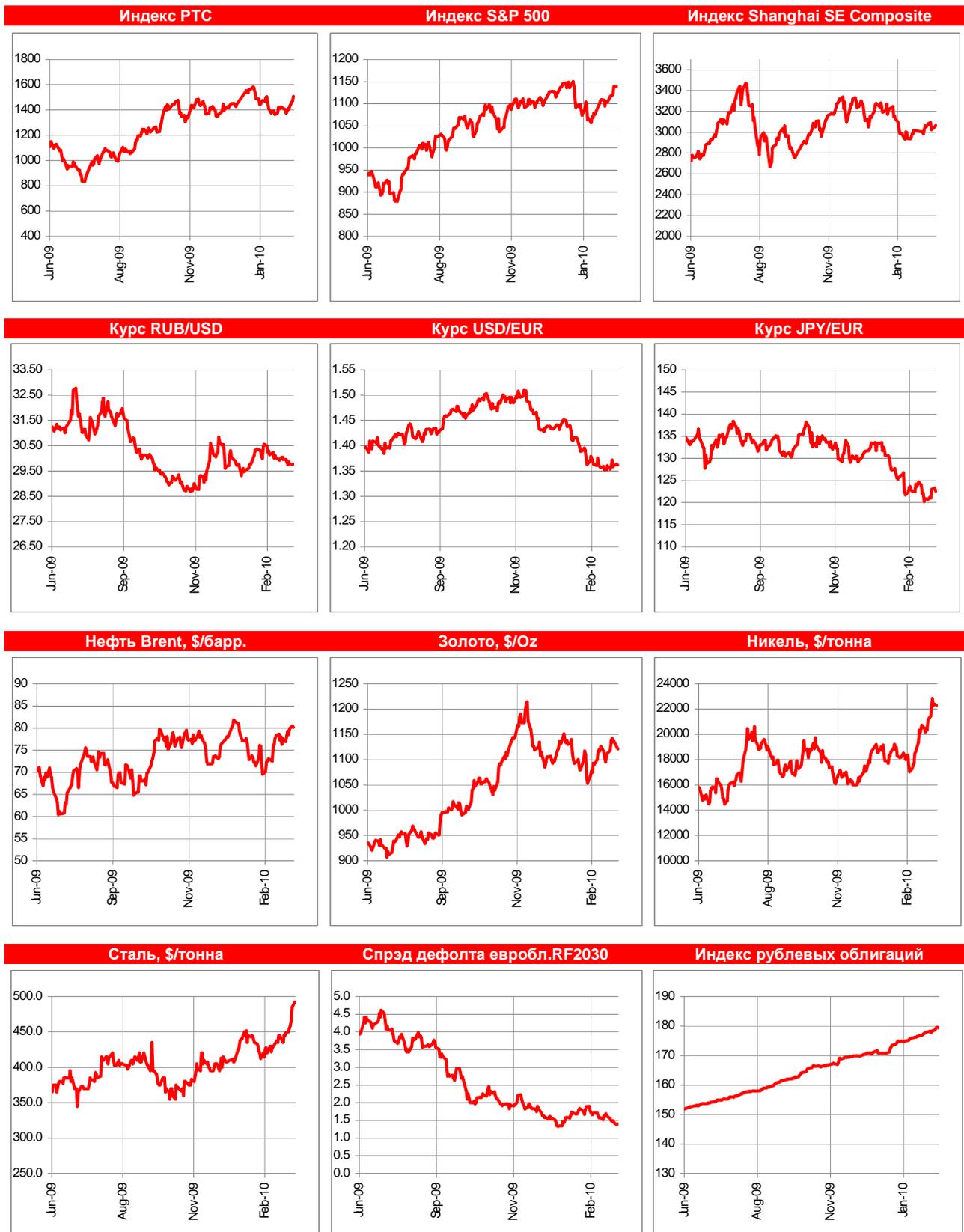
- ФАС предлагает распространить нормы закона «О торговле» на нефтепродуктовую розницу. Служба предлагает запретить нефтяным компаниям, контролирующим более 35% регионального розничного рынка, покупать и строить новые АЗС в этом регионе. По замыслу разработчиков, это повысит уровень конкуренции и снизит цены. Мы считаем, что главным источником монополии является не сбыт, а переработка. Нефтеперерабатывающие заводы распределены по стране так, что они являются монопольными поставщиками на определенной территории. И реализация нефтепродуктов, доставленных из других регионов, становится нерентабельной из-за транспортных затрат. Кроме того, некоторые НПЗ ограничивают прием давальческой нефти, что также ограничивает конкуренцию. Поэтому, на наш взгляд, намерения ФАС ограничить строительство и покупку АЗС в регионах доминирования не будет способствовать снижению цен. Кроме того, существенную долю (до 45%) в структуре цены бензина занимают налоги: акциз, НДС и НДСП.
- А. Костин заявил, что «ВТБ» готовится к росту стоимости активов и прибыльности. По его словам, в 3-4 кварталах этого года кредитный портфель банка начнет расти, а пик резервирования пройдет в июне. Также банк ужесточает требования к своим «дочкам». В частности, они должны будут обеспечивать рентабельности капитала не ниже 15% (по аналогии с «ЛУКОЙЛом»). Сейчас банк готовит стратегию развития, однако ее содержание засекречено.

- «НЛМК» по итогам 2009 года может направить на дивиденды порядка 20% своей чистой прибыли, что обеспечит дивидендную доходность менее 1%. Сегодня «Ведомости» со ссылкой на Standard & Poor's пишут, что убытки компании по валютным контрактам в 2009 году составили около \$600 млн. Как пишет газета, до сентября 2008 года компания захеджировала около \$2,4 млрд. экспортной выручки по форвардным курсам. Однако из-за девальвации рубля хедж оказался убыточным.
- По предварительным данным «ОГК-6» в 2009 году получила прибыль в 2,87 млрд. рублей по РСБУ (P/E = 9.5). Выручка по сравнению с 2008 годом снизилась на 1% до 41,9 млрд. рублей.
- Китайская экономика в 2010 году может показать рост в 8% при инфляции на уровне 3%. Об этом заявил премьер Госсовета КНР. Также он указал на скрытые риски в банковской системе и пообещал принять меры для ограничения роста цен и спекуляций на рынке недвижимости.
- В январе 2010 года внешний долг России сократился на \$118 млн. до \$37,5 млрд.

Местное:

- НП «Российская Гильдия риэлторов. Пермский край» намерено создать консультационную сеть в крае. По словам представителя НП, сеть должна создать условия для информирования населения по вопросам приобретения недвижимости.
- «Уралкалий» подтвердил соответствие российским стандартам в области менеджмента качества и экологического менеджмента. По результатам проверки комиссия рекомендовала органам сертификации продлить действие сертификатов соответствия требованиям ИСО 9001 и ИСО 14001.

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.