

Оперативный обзор фондового рынка

понедельник, 19 октября 2009 г.

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Ростел -ао	165	15.5%
Ростел -ап	58.49	9.9%
ММК	23.9	5.8%
ПолюсЗолот	1580	2.4%
Магнит ао	1793	1.5%
Татнефть Зап	54	0.6%
МТС-ао	212.7	0.2%
Уралкалий-ао	128.8	0.1%
Трансф ап	27550	-0.4%
РБК ИС-ао	44.35	-0.9%
ЛУКОЙЛ	1914	-1.1%
Сургутгаз	28.18	-1.3%
Сургутгаз-п	13.1	-1.5%
РусГидро	1.114	-1.6%
Роснефть	241.9	-1.7%
УралСвИ-ао	0.735	-1.7%
ФСК ЕЭС ао	0.336	-2.0%
Система ао	18.51	-2.2%
СевСт-ао	238.1	-2.3%
ГАЗПРОМ ао	191.5	-2.4%
Татнефть Зап	138.6	-2.8%
Новатэк ао	136.8	-2.8%
Газпромнефть	168.3	-3.1%
Сбербанк-п	39.92	-3.1%
ГМК Норник	3923	-3.3%
Сбербанк	64.97	-3.9%
Аэрофлот	42.85	-4.0%
ОГК-3 ао	1.67	-5.3%
ОГК-5 ао	2.511	-5.3%
ВТБ ао	0.063	-5.4%

В пятницу российский рынок заметно упал, откатившись от своих посткризисных максимумов. Индексы ММВБ и РТС опустились на 1.8%. Если считать от внутридневных максимумов, то снижение было более заметным и вновь напугало некоторых участников. Многие по-прежнему ждут (и боятся) грядущей коррекции, потому что рынок заметно вырос. Коррекция, обязательно будет (они всегда бывают), вопрос только на каких уровнях и насколько глубокая. Мы с подозрением относимся к распространенной сейчас уверенности в том, что «коррекция назрела» - когда на рынке возникает консенсус, реальность оказывается совершенно другой и случается «сюрприз» (негативный или положительный, не важно).

В числе наиболее сильно упавших бумаг в пятницу были акции ВТБ. На уровне 7 копеек, этот банк торговался с P/BV=1.3, что по нашему мнению перебор для текущего состояния рынка. Движение ВТБ вниз с нашей точки зрения оправдано, но мы также ждали бы подобного же движения вниз для «Сбербанка», который уже достиг P/BV=2. Такой мультипликатор «Сбербанка» мы бы считали оправданным на уровнях индекса РТС ближе к 2500, но сейчас это слишком дорого.

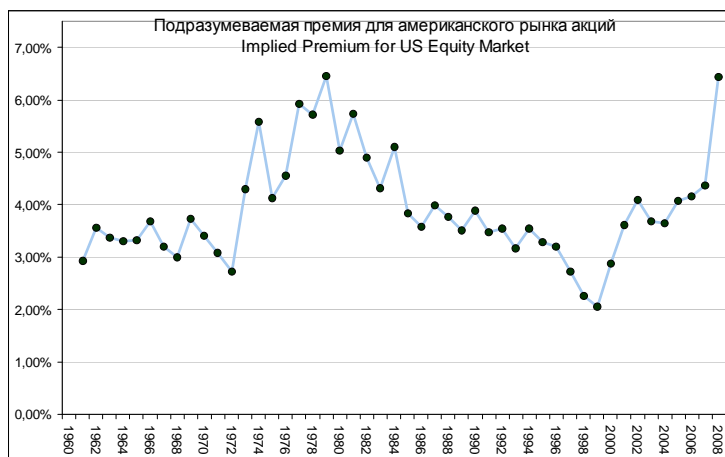
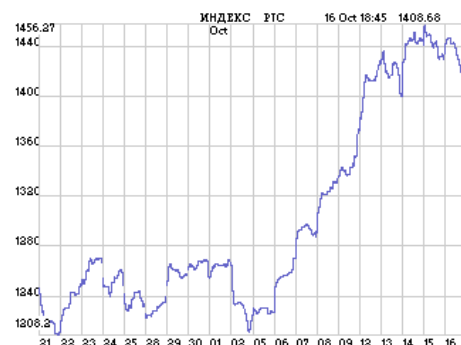
За год течения кризиса мы практически перестали уделять внимание оцененности и фундаментальной стоимости акций. Какой смысл в том, чтобы рассказывать, что «справедливая» стоимость «Газпрома» равна \$15/акция, если «Газпром» вместо того, чтобы двигаться вверх, к своей цели, падает до \$3? В кризис все акции стоили дешево, и инвесторов больше интересовало направление движения всего рынка, чем сравнительная

недооцененность/переоцененность некоторых бумаг.

Наш взгляд на фондовый рынок хорошо описывается Samuelson dictum (высказывание Самуэльсона): рынок акций микро эффективен и макро неэффективен. Эффективность – это концепция финансов, измеряющая насколько близки рыночные цены к понятию «приведенная стоимость ожидаемых денежных потоков, дисконтированная по ставке учитывающей риск». Прошлой осенью, акции ОГК-3 или ФСК торговались дешевле имеющих у них на счетах наличности, а «Новосибирский завод химконцентратов» имел капитализацию меньше годовой прибыли ($p/e < 1$). Мы считаем, что это кричащее доказательство неэффективности фондового рынка, то есть того, что котировки не равны справедливой стоимости.

«Samuelson dictum» предполагает, что участники рынка неплохо представляют себе, каковы ожидаемые денежные потоки предприятий, но совершенно не представляют себе по какой ставке их нужно дисконтировать, то есть не знают сколько должны стоить эти ожидаемые денежные потоки. Справа на графике приведена эволюция американской «подразумеваемой акционерной рискованной премии» на конец каждого года по данным Дамодарана. Она считается следующим образом. Аналитики в США дают оценки ожидаемых прибылей и денежных потоков на ближайшие годы, их также можно экстраполировать на будущее, используя исторические темы роста. Цена акций на рынке всегда известна и мы можем рассчитать внутреннюю доходность, ставку IRR,

Рынки накануне:



связывающую цены акций с ожидаемыми потоками. Если потом из IRR вычесть безрисковую доходность (ставку долгосрочных казначейских облигаций), мы найдем премию. График нам показывает, что акционерная рискованная премия не постоянная и колеблется. Она была около 6.5% во время Стагфляции 70-х годов. Премия опускалась до 2% в конце 1999 года, на пике пузыря NASDAQ. А это означает, что ожидаемые денежные потоки дисконтировались по низкой ставке дисконтирования. То есть, приведенная стоимость была слишком высока по сравнению с ожидаемыми денежными потоками – высока по историческим меркам. График показывает, что ставка дисконтирования на рынке не является постоянной – в среднем премия близка к 4%, но имеет очень большие отклонения в разные стороны.

Все это просто понять – с мая 2008 по октябрь 2008 рынок акций упал в 5 раз. Если бы ставка дисконтирования была постоянной во времени, это предполагало бы, что участники ожидают падения уровня денежных потоков в 5 раз по России. Но насколько это вообще возможно? Вряд ли участники рынка могли бы иметь подобные ожидания. Если бы участники рынка считали справедливую стоимость (а далеко не все считают ее), то падение в 5 раз можно было бы объяснить, лишь частично понижением ожиданий, но в большей степени - ростом ставки дисконтирования.

Рынок акций упал просто потому, что были продажи. Исследователи финансовых рынков оперируют таким понятием как volatility puzzle (загадка волатильности). Акции колеблются слишком сильно, по сравнению с тем, что можно было бы ожидать, если бы инвесторы устанавливали цены на базе «ожидаемых денежных потоков, дисконтированных по ставке учитывающей риск». Некоторые исследователи пытаются определить, от чего колеблется «рискованная премия» (или т.н. «стохастический дисконтирующий фактор»), но хороших предсказательных моделей нет. А это означает, что рынок не эффективен.

Но означает ли это, что не следует анализировать стоимость. Мы считаем, что нет. Да, рынок демонстрирует периодические aberrations, на нем случаются крахи и пузыри, но он стремится к состоянию равновесия. Все это делает инвестиции на рынке акций рискованными. График выше показывает, что рискованная премия колеблется около 4% (это же подтверждается историческими наблюдениями за разными странами, не только США). Но неустойчивость этой премии во времени означает, что даже если вы правильно посчитали стоимость акции, совершенно не обязательно рынок будет отражать ее. Рынок, возможно, будет стремиться к этой стоимости, но не следует быть слишком амбициозным. Никто не может предсказать с помощью фундаментальных моделей траекторию рынка. В лучшем случае можно определить ее только приблизительно. Но после этого мы все равно не будем утверждать, что фундаментальный анализ не работает. Он работает, но на длительных промежутках времени. Но он совершенно не подходит для краткосрочных спекуляций и для того, чтобы угадать, будет ли в ближайшее дни коррекция.

Российская ситуация хуже, чем в США – справа представлены графики доходности длинных российских еврооблигаций и индекса РТС. В октябре 1999 года, когда «Газпром» стоил 62 копейки, доходность российских еврооблигаций находилась на уровне 60% годовых. Представьте себя на месте инвестора, который может купить акции или облигации страны. Если облигации обещают (если страна заплатит) доходность под 60% годовых, то какова должна быть ожидаемая доходность (т.е. требуемая ставка дисконтирования) для акций? Очевидно – больше 60%. А если ставка дисконтирования больше 60%, то важны ожидаемые дивиденды или денежные потоки нескольких ближайших лет. Коэффициент дисконтирования 10-го года, например, будет равен 110 $[(1+0.6)^{10}]$ Его можно сравнить с докризисным коэффициентом для России 2.8 $[(1+11\%)^{10}]$, при средней на то время ставке дисконтирования около 11% - разница в два порядка. Все это показывает, почему российские акции так сильно выросли настолько сильно. И этот же график показывает, почему акции могли так упасть. Под конец 2008 года, доходность российских еврооблигаций доходила до 11% годовых. Если к этому добавить американскую рискованную премию для акций в районе 6.5%, это означает, что подразумеваемая полная ставка дисконтирования была близка к 18%. Если мы посчитаем коэффициент дисконтирования для 10-го года, то он составит 5.2 $[(1+18\%)^{10}]$ – т.е. в 2 раза больше, чем в предкризисный период. На самом деле, в модели дисконтирования важны денежные потоки на длительной перспективе, за пределами 10-го года. И коэффициент дисконтирования для 20-го года будет уже 27 $[(1+18\%)^{20}]$, что в 4 раза больше, чем докризисный коэффициент 8 $[(1+11\%)^{20}]$.

Мы ожидаем нормализации акционерной премии и того, что называется «суверенной премией». Все это предполагает, что «фундаментально» акции в России и в мире продолжают расти.



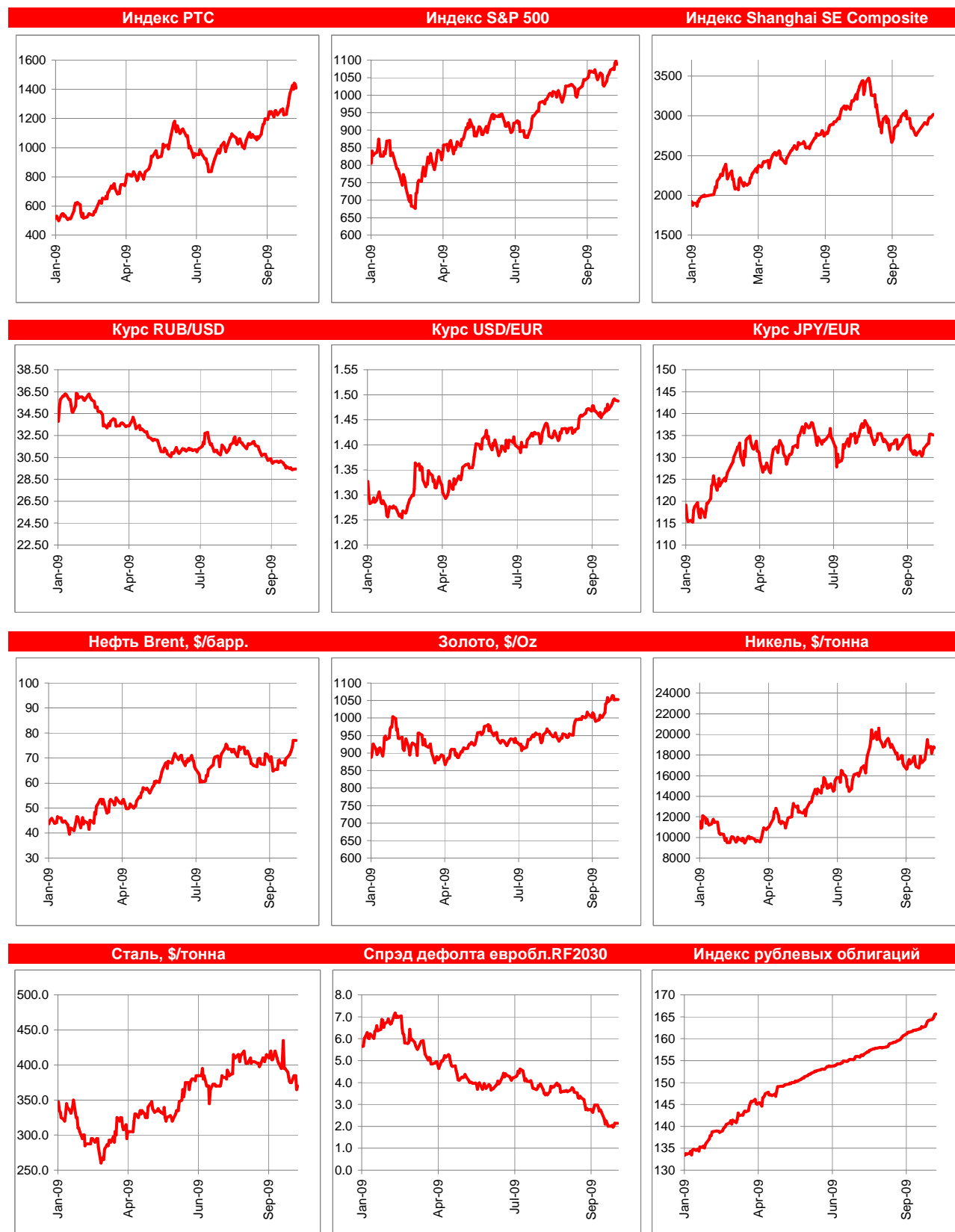
Вкратце:

- Бывший глава ФРС А. Гринспен считает, что российский рубль пока не имеет перспектив стать резервной валютой из-за чрезмерной привязанности к стоимости нефти. По его словам, даже если российские власти ускорят диверсификацию экономики, потребуется не менее 10 лет, чтобы инвесторы восприняли рубль в качестве резервной валюты.
- В. Путин заявил, что Центробанк в среднесрочной перспективе намерен снижать объемы валютных интервенций. Таким образом, власти начинают переходить от регулирования курса с таргетированию инфляции.
- А. Кудрин заявил, что российские госбанки готовы снизить ставки по кредитам до 8-12% годовых. По его словам, банки сами уведомили правительство о том, что готовы идти на снижение ставок, так как ситуация в экономике нормализуется, инфляция снижается и банки испытывают избыток ликвидности. Мы считаем, что пока инфляция не снизится до уровня в 5-6%, говорить о кредитах в 8% рано. Кроме того, вместо того, чтобы выдавать кредиты под 8% годовых, банкам лучше инвестировать в безрисковые ОФЗ, ставки по которым выше, чем 8%.
- Э. Набиуллина заявила, что правительство может продлить программу субсидирования государством автокредитов на 2010 год. Кроме того, может быть отменено ограничение на стоимость автомобиля, которое сейчас составляет 600 тыс. руб. Пока это на уровне идей и никаких решений не принято.
- А. Кудрин предлагает распространить механизм докапитализации через ОФЗ не только на банки, но и на компании. Предприятия, в отличие от банков, не имеют строгих нормативов достаточности капитала, поэтому вряд ли будет спрос со стороны компаний на этот инструмент.
- Зампредправления «Газпрома» В. Голубев заявил, что выход на равную доходность российских и европейских цен на газ откладывается на три года, т.е. на 2014 год. Напомним, что в 2006 году правительство приняло решение сравнить доходность цен в 2011 году, однако из-за высоких цен на газ и экономического кризиса, сроки либерализации рынка было принято решение перенести на более поздний срок. В своих моделях мы изначально закладывали, что либерализация внутреннего рынка газа придется на 2014-2015 гг.
- «ММК» закрыла сделку по приобретению 50% акций Onarbay Enterprises Ltd и получила 82,6% пакет акций «Белона». Сумма сделки не раскрывается, однако как пишет «Ведомости», она составила около \$300 млн. Напомним, что «ММК» оставалась единственной крупной металлургической компанией, которая не имела собственной добычи угля. После этой сделки обеспеченности углем металлургической компании достигнет 40%.
- «Норникель» планирует в 2015 году начать добычу коксующегося угля на Таймыре. Сначала будет добываться по 8 млн. тонн угля в год, но в перспективе добыча может быть увеличена до 15 млн. тонн. Эксперты отмечают, что уголь на этом месторождении имеет высокое качество и его можно добывать более дешевым открытым способом. Однако высокая транспортная составляющая этого проекта может сильно снизить его привлекательность. Чтобы начать добывать уголь из этого месторождения, «Норникелю» придется вложиться в создание флота. Кроме того, придется расширять морской порт.
- «Новошип» планируется ликвидировать привилегированные акции, выкупив их у миноритариев по 21,66 руб. за акцию. 20 ноября компания объявит результаты оферты. Если по ее итогам доля владельцев привилегированных акций снизится до менее 5%, то, скорее всего, будет принудительный выкуп оставшихся акций.
- «ТМК» по итогам первого полугодия получила \$204 млн. чистого убытка по МСФО. Выручка снизилась на 38% до \$1,478 млрд.

Местное:

- УФНС по Индустриальному району требует признать банкротом «Пеноситал» из-за долгов. Как пишет «Коммерсант», сумма долгов не критичная, но его размер не раскрывается. Напомним, что на прошлой неделе компания подписала соглашение с «Роснано» о создании СП, которое будет заниматься производством пеностекла.
- Газета «Коммерсант» сообщает, что владельцы «Камкабеля» через дружественную «Пермскую топливно-энергетическую компанию» предложили «ТГК-9» обменять Кондратовскую котельную на ТЭЦ-13. Как пишет газета, ТЭЦ-13 понадобилась «ПТЭК» для нужд «Камкабеля», которое расположено возле ТЭЦ.

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.