

## Оперативный обзор фондового рынка

пятница, 26 марта 2010 г.

Лидеры изменения в  
индексе ММВБ:

Бумага	Посл.	%
<b>Трансф ап</b>	28700	8.9%
Магнит ао	2469	4.5%
<b>ГМКНорник</b>	5040	2.1%
МТС-ао	252	2.0%
Новатэк ао	187	1.9%
СевСт-ао	385.7	1.9%
ФСК ЕЭС ао	0.357	1.7%
Система ао	28.73	1.7%
<b>Татнефт Зао</b>	143.75	1.5%
ОГК-3 ао	1.8	1.3%
Аэрофлот	61.9	1.3%
<b>Сурнфгз</b>	28.195	1.1%
РусГидро	1.465	0.9%
Уркалий-ао	122.45	0.8%
ВТБ ао	0.0791	0.8%
Сурнфгз-п	16.295	0.7%
УралСвИ-ао	0.953	0.5%
РБК ИС-ао	35.63	0.5%
<b>Газпрнефть</b>	154.48	0.3%
ПолюсЗолот	1450	0.3%
ММК	28.1	0.1%
<b>Роснефть</b>	225.5	0.0%
Татнефт Зап	84.91	0.0%
<b>ЛУКОЙЛ</b>	1631.1	-0.8%
<b>Сбербанк</b>	86	-0.9%
ОГК-5 ао	2.533	-1.2%
Ростел -ао	149.78	-1.5%
<b>ГАЗПРОМ ао</b>	162.3	-1.6%
Сбербанк-п	68.17	-1.6%
Ростел -ап	79.8	-1.9%

Новый день, новый ноль по индексу ММВБ (+0.13%). Однако есть отдельные бумаги, ведущие себя лучше и хуже рынка. Самая капитализированная бумага «Газпром» продолжает разочаровывать рынок.

Капитализация монополии сейчас составляет \$130 млрд. Это примерно 37-е место в мире среди всех публичных компаний. Его опережают такие компании как Rio Tinto, Pfizer, Chevron, Apple, IBM, JPMorgan и много других. В 2006-м году «Газпром» имел капитализацию под \$330 млрд. и входил в тройку самых дорогих компаний мира после Exxon Mobil и Petro China. С тех пор идет регресс. Интересный вопрос: почему? У нас нет ответа, а только нечеткие предположения.

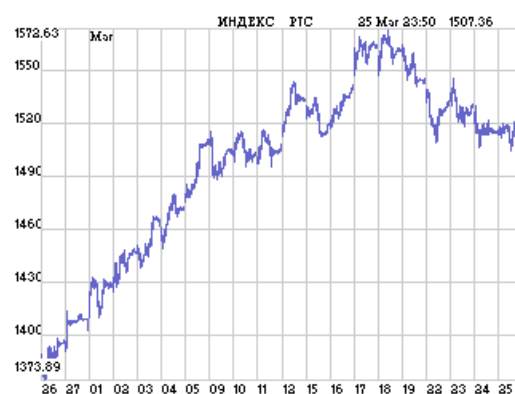
Например, такое, связанное с понятием «бенчмарк» (это образцовый индекс, который пытаются обогнать портфельные управляющие). В расчете индекса РТС входит 50 акций. Этот индекс рассчитывается как число, пропорциональное совокупной капитализации free-float [см. <http://www.rts.ru/?id=2410>]. Для «Газпрома» этот показатель оценивается в 40% (т.е. то, что обращается на рынке) или \$130 млрд. \*40% = \$52 млрд., если считать в деньгах. Но в расчете индекса есть еще один хитрый коэффициент «ограничивающий вес акции». Он обычно равен 1, но для крупнокапитализированных компаний подбирается таким образом, чтобы вес бумаги не превышал 15% в индексе. Так, текущее значение этого ограничительного индекса для «Газпрома» равно 0.41. Текущая доля «Газпрома» в индексе равна 13.5%, без этого коэффициента она была бы близка к 33% [=13.5%/0.41].

Ограничительный коэффициент вводится для того, чтобы отразить рыночные реалии. Так, в рамках теории диверсификации (базирующийся на теории Марковица) в портфеле должно быть не менее 7 акций (некоторые дают другие цифры 15 или 25), чтобы был устранен «специфический риск». Если мы посчитаем долю 1/7, получим примерно 15%. Но рыночные реалии таковы, что «Газпром» имеет вес free-float гораздо больше (и был бы 33% в индексе РТС, если бы не специально предназначенные ограничения). Большинство инвесторов являются диверсифицированными и не желают иметь долю «Газпрома» равной трети в своем портфеле. Многие из них имеют мандаты на управление, по которым результаты инвестирования сравниваются с неким образцом. Таким образцом может быть индекс РТС.

В результате, управляющие формируют портфели таким образом, чтобы не отстать от бенчмарка. В случае пассивного управления они покупают бумаг в пропорциях рекомендованных индексом. Если управление активное, то они покупают примерно в тех же долях, но могут иметь «перевес» (overweight) в тех бумагах, где они ожидают большего роста и «недовес» в бумагах, которые, ожидается, могут отстать. Если на рынке будет много игроков, следующих за индексом, общерыночная доля, инвестируемая ими в «Газпром» будет в среднем равна доле в индексе – т.е. 15% (или текущим 13.5%, что не принципиально). При этом, доля «Газпрома» в общем free-float на рынке значительно больше – порядка трети. Если рассуждать в таком направлении, мы увидим низкие цены на «Газпром». Похоже, мы это и наблюдаем. Непринципиальные ограничения на индекс есть еще у «ЛУКОЙЛа» - 0.97 и «Сбербанка» 0.91, но эта цифра близка к 1 и не должна оказывать влияния.

Конечно, сказанное выше можно критиковать. Например, почему в кризис «Газпром» некоторое время рост опережающими темпами, а сейчас «тормозит»? Почему эта особенность проявляется только в последний год и ее не было в 2006-м? Можно пытаться придумывать ответы, но они не будут убедительными. Например, такой. До кризиса покупателями «Газпрома» были больше «олигархи», но они сейчас получили проблемы с ликвидностью. После кризиса в российские акции приходит капитал, который носит преимущественно портфельный характер. А такому капиталу нужна диверсификация и на большую долю «Газпрома» просто не хватает денег. А поскольку

### Рынки накануне:



«Газпром» при этом еще и отстаёт от «бенчмарка» (в начале мае 2009 года акции монополии стоили те же ~160 руб., тогда как индекс ММВБ вырос на ~45% с тех пор). Портфельные управляющие, целью которых является «обогнать бенчмарк» будут продавать медленно растущие бумаги и «покупать то, что растёт», давая им больший приоритет в портфеле. «Газпром» окажется «недовешен» в портфелях (притом, что расчет индекса РТС изначально делает его недовешенным) и ценовая динамика будет еще более пессимистичной.

Тогда возникает еще один вопрос. Если эта техническая теория верна, как можно на этом заработать? Ответ не очевиден. Если верить в то, что рынок интересуется вопросом справедливой оцененности бумаг, должны найтись инвесторы, которые сделают ставку на «Газпром». Кто могут быть эти инвесторы и когда они придут на российский рынок? Ответ не очевиден.

Есть большой диссонанс между тем, что ожидают аналитики и тем, как к «Газпрому» относится рынок. Справа мы приводим график изменения консенсус-ожидаемой чистой прибыли по данным Bloomberg. В следующем 2011-м году ожидается, что монополия заработает \$32 млрд. При текущей капитализации в \$130 млрд. это означает мультипликатор P/E=4. Эту цифру можно трактовать как показатель окупаемости. «Газпром» окупит сам себя за 4 года, если будет зарабатывать такую прибыль в последующие годы.



Неужели это не дешево? На самом деле, прибыль монополии будет расти и может даже подняться до уровней под \$40-50 млрд. благодаря либерализации цен на газ внутри России. Так, аналитики сейчас дают консенсус-оценки прибыли 2013 и 2014 годов на уровне \$40 млрд.

Нормальный мультипликатор P/E, который мы бы присвоили монополии, находится в районе 10-13. Это означает, что монополия имеет потенциал роста в 2.5-3 раза, как минимум. Но есть одна проблема – акции не растут.

На это мы можем рассказать одну прибаутку. В интернете есть любопытная презентация аналитика банка UBS Роберта Зелински. Он критически относится к деятельности аналитиков, и среди прочего сравнивает жизнь аналитиков с жизнью собак. Так, собаки много разнюхивают, аналитики тоже. Собаки виляют хвостами, аналитики языками. Собаки служат своим хозяевам, аналитики, работающие в инвестиционных банках и у брокеров (sell-side аналитики) обслуживают соответствующие интересы менеджмента (привлечь клиента или обеспечить брокерский оборот). В его логике аналитики ведут собачью жизнь...

Кроме этого он проводит следующую аналогию, что собаки любят всякую гадость, а аналитики любят value stocks, или «акции стоимости». Такой бумагой как раз и является «Газпром». Value stocks – это такие акции, которые имеют большие показатели прибыли, инвестированного капитала, выручки по сравнению с капитализацией. Их антиподы – growth stocks или «акции роста», стоимость которых на рынке очень большая по сравнению с их показателями выручки, инвестированного капитала и т.д.

Акции роста называются так, потому, что высокую стоимость можно оправдать ожидаемым в будущем ростом. Иногда «акции роста» еще называют «акциями гламура», потому, что их цена может быть неоправданно высокой потому, что есть рыночная мода на эти бумаги.

«Газпром» с мультипликатором P/E=4 по прибыли следующего года подпадает под категорию «акций стоимости» (в настоящее время на российском рынке практически все дешево, поэтому привести пример «акций роста» мы не можем). Аналитики, (если они объективны), вероятно, найдут эту бумагу очень привлекательной для инвестиций, дать ей рекомендацию «покупать». Но у рынка может быть своя логика – дешевая акция может оставаться дешевой и даже падать.

## Вкратце:

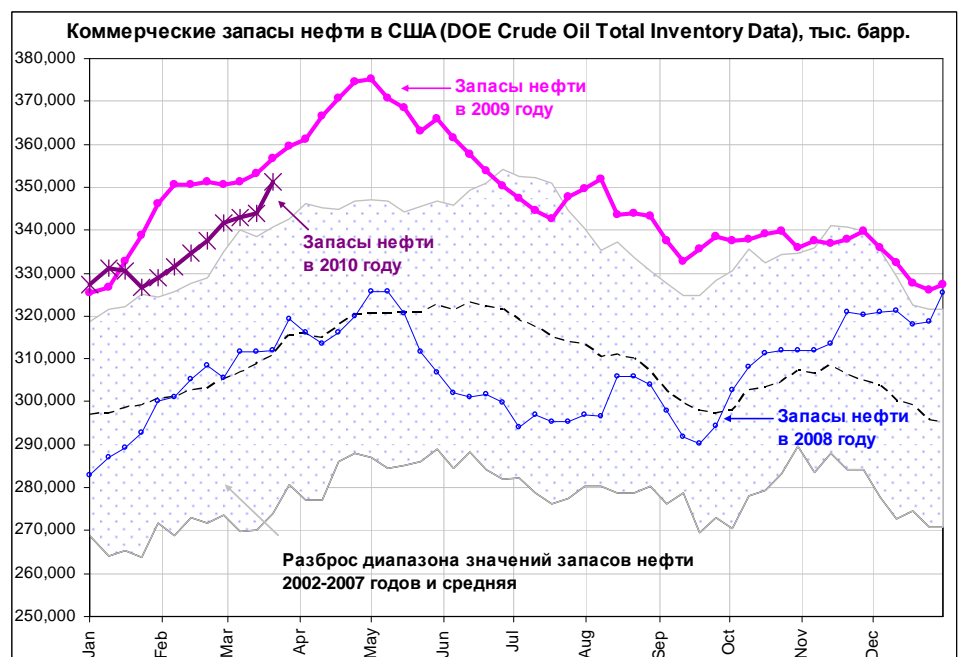
- ЦБ РФ будет проводить стресс-тесты банковской системы раз в полгода. Причем в 2010 году регулятор может опробовать новую методику тестирования с привлечением зарубежных партнеров. По расчетам ЦБ, новая методика позволит увеличить степень достоверности.
- Газета «Ведомости» пишет, что в правительстве обсуждалась будущее экспортных пошлин на нефть, добываемую в Восточной Сибири. Рабочая группа предлагает в этом году сохранить льготы, однако со следующего года предлагается вернуть пошлину, но с понижающим коэффициентом в 0,4. Напомним, что против льгот активно выступает Минфин, объясняя это тем, что бюджет недополучит в этом году 120 млрд. рублей. Нефтяные компании, которые активно работают в Восточной Сибири, пока не комментируют предложение рабочей группы.
- Россия готова обсуждать снижение цен на газ для Украины, если последняя допустит «Газпром» к управлению ГТС. Кроме того, российская сторона готова выделить средства для модернизации украинской ГТС. Мы считаем,

что получение доступа к ГТС повысит надежность поставок российского газа в Европу. Однако сегодня «Коммерсант» пишет, что германский суд запретил энергокомпаниям перекладывать на конечных потребителей рост цен на газ, которые привязаны к ценам на нефть. Таким образом, если «Газпром» будет повышать контрактные цены на газ вслед за нефтью, то трейдеры не смогут транслировать их на конечных потребителей. Как пишет газета, в результате энергокомпании будут вынуждены переключиться на закупки СПГ.

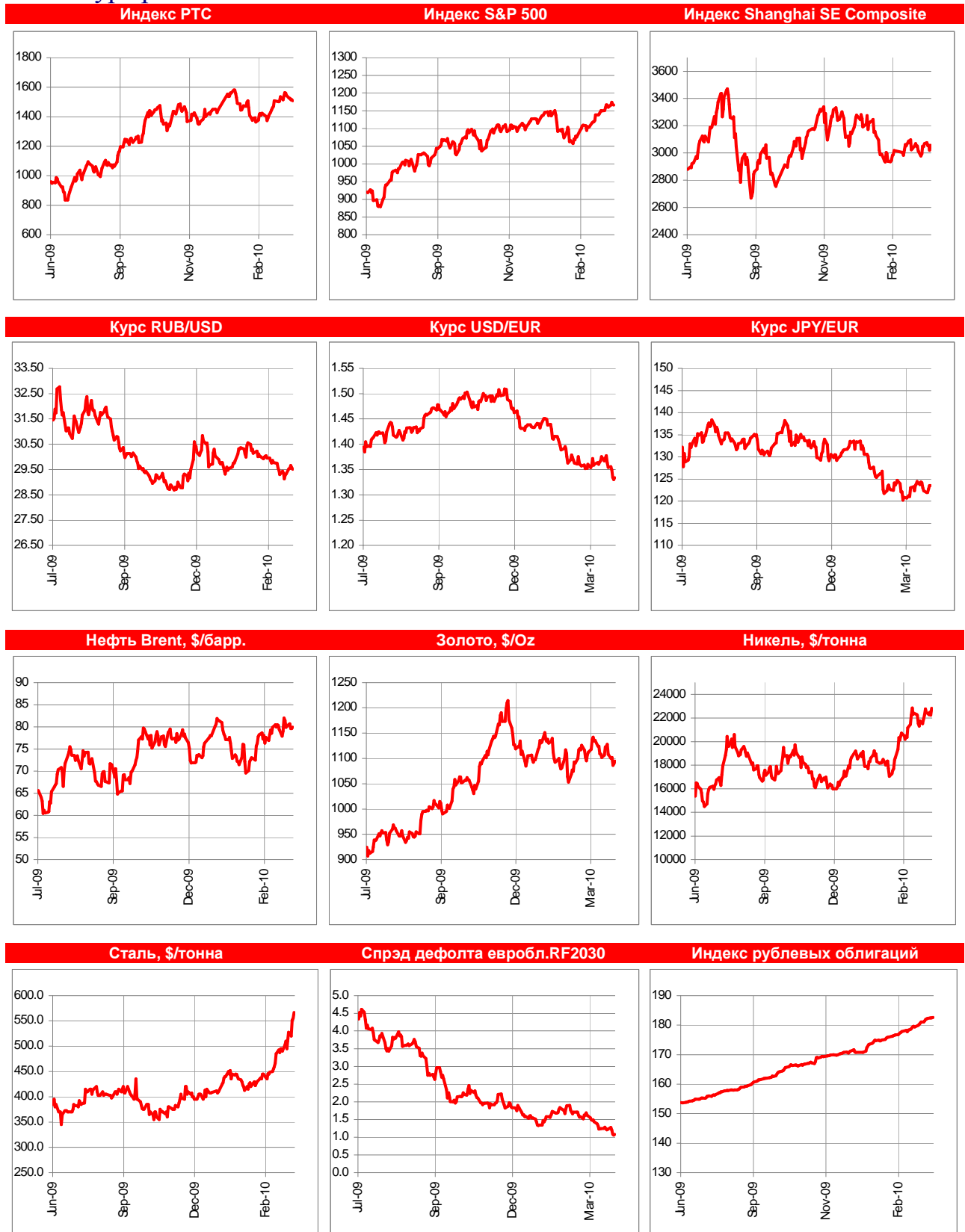
- «Газпром» и «Новатэк» договорились о том, что последняя будет получать часть доходов от экспорта газа с Южно-Тамбейского месторождения. Напомним, что по российскому законодательству, экспортировать газ может только «Газпром экспорт». Газ будет экспортироваться в виде СПГ, планируется, что поставки начнутся в 2016 году. Это позитивная новость для «Новатэка», так как возврат части доходов от экспорта повысит прибыльность компании и позволит уменьшить сроки окупаемости проекта по разработке Южно-Тамбейского месторождения.
- ЦБ РФ заявил, что многие банки «прячут» на своих сайтах информацию о реальных владельцах. Напомним, что банки-участники системы страхования вкладов должны публично раскрывать информацию о своих владельцах. Большинство банков уже выполнили это требование, раскрыв собственников на сайте ЦБ, либо на своем сайте. Однако регулятор отмечает, что не может найти сведения о владельцах какого-либо банка на их сайте, и если в течение трех месяцев ЦБ не сможет найти эти данные, то такому банку могут запретить привлекать вклады граждан.
- «ФСК» сообщила, что не будет платить дивиденды в ближайшие годы, но в перспективе может направлять акционерам 5-20% от чистой прибыли в виде дивидендов.
- Совет директоров «Новатэка» рекомендовал утвердить дивиденды за 2009 год в размере 2,75 рублей на акцию. Дивидендная доходность составляет 1,47%. Это с учетом дивидендов в 1 рубль на акцию, выплаченных по итогам первого полугодия. Реестр закрыт 22 марта.
- Цены на нефть остаются на уровне около \$80 за баррель. Интересно, что они почти не реагируют на данные по коммерческим запасам сырой нефти. Раньше аналитики регулярно ссылались на них как индикатор баланса спроса и предложения на рынке. Если запасы в США росли, это означало, что предложение перекашивает и цены падают. Но сейчас эта логика, похоже, не работает.

### Местное:

- «Сибур-минудобрения» получили разрешение ФАС на приобретение 96,85% пермских «Минудобрений» при условии, что компания будет сообщать о намерениях увеличить цену на карбамид в течение трех лет, не отказывать в его поставках и не применять давальческие схемы. Напомним, что крупнейший акционер «Минудобрений» - «Уралхим» также получил разрешение на консолидацию 100% «Минудобрений».



## 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.