

# Оперативный обзор фондового рынка

четверг, 28 января 2010 г.

## Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

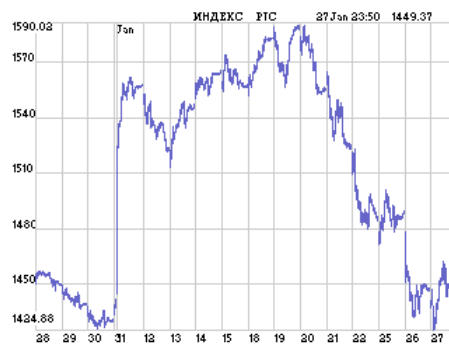
Бумага	Посл.	%
РусГидро	1.275	4.7%
Система ао	26.6	3.7%
ОГК-5 ао	2.465	2.8%
Сбербанк-п	71.3	2.7%
Аэрофлот	53.8	2.2%
ВТБ ао	0.072	1.0%
ПолюсЗолот	1523	0.9%
Татнфт Зао	139.5	0.7%
Новатэк ао	183.5	0.7%
Уркалий-ао	130.4	0.6%
Сбербанк	86.64	0.5%
МТС-ао	230.5	0.5%
ФСК ЕЭС ао	0.337	0.3%
ГМКНорНик	4623	0.3%
ГАЗПРОМ ао	182	0.2%
ЛУКОЙЛ	1639	0.1%
ММК	29.14	-0.1%
Ростел -ао	147.1	-0.4%
РБК ИС-ао	34.79	-0.4%
Газпрнефть	151.6	-0.4%
ОГК-3 ао	1.43	-0.6%
СевСт-ао	331.5	-0.7%
Татнфт Зап	76	-0.8%
Магнит ао	2080	-1.0%
УралСВИ-ао	0.819	-1.0%
Ростел -ап	72.65	-1.0%
Транснф ап	24800	-1.2%
Сургнфгз	25.45	-1.6%
Роснефть	234.1	-2.2%
Сургнфгз-п	14.4	-2.3%

Возможно, что коррекция на фондовом рынке выдохлась. Рынок уже не движется вниз так прямолинейно, как это наблюдалось с 19 января. Напротив, вчера рынок показывал резкие колебания в разные стороны, разбросы между максимумом и минимумом большие. В какой-то момент рынок сильно рос, похоже, на закрытии спекулянтами коротких позиций и откупе проданных за время движения вниз бумаг.

Фактически, сейчас цены конца прошлого года, и тем, кто не успел поучаствовать во взлете начала года, представилась вторая возможность. Но, как известно, рынок всегда дает возможности, только не факт, что получится ими воспользоваться...

Состояния отдельных акций сильно различаются. Есть бумаги, которые продолжают оставаться на минимумах и слабо отскакивают, например «Сургутнефтегаз». Упали акции «Роснефти» (-2.2%). Обе бумаги, возможно, слабые из-за проблем со льготами в Восточной Сибири по экспортной пошлине для новых месторождений. Ранее было заявление от Кудрина с предложением отменить эти льготы. Кроме этого есть технические проблемы, связанные с неправильными таможенными кодами, но это решаемый вопрос.

Неплохо держатся акции «Газпрома», что мы считаем вполне оправданным. В настоящее время монополия имеет капитализацию \$142 млрд. и в ближайшие годы должна выйти в диапазон прибыли в районе \$30-40 млрд., что предполагает мультипликатор 3.5-5. Мы остаемся экстремальными оптимистами в отношении этой акции, несмотря на то, что в 2009 году бумага тащилась в хвосте.



Похожая история с акциями «ЛУКОЙЛа», капитализация которого составляет \$45.6 млрд. Вчера появились новости о размере прибыли «ЛУКОЙЛа» за 2009 год. По оценке СопосоPhillips, которая владеет 20% российской компании и поэтому указывает долю прибыли в своем отчете (консолидация по принципу миноритарной активной доли). Она составила \$1.663 млрд. Соответственно, в 2009 году чистая прибыль «ЛУКОЙЛа» была \$8.3 млрд. Справа мы приводим график изменения усредненных оценок прибыли аналитиками за 2009 и 2010 годы. Текущие оценки аналитиков за 2009 год предполагают уровень \$7.36 млрд., так что новость должна быть для них положительным сюрпризом. Консенсус предполагает, что в 2010 году прибыль «ЛУКОЙЛа» будет ближе к \$9 млрд. А это предполагает мультипликатор P/E близкий к 5.



Это дешево по любым меркам. Мультипликаторы могут быть не так плохи, когда они находятся на запредельных значениях. Мы помним благословенные времена в начале 2000-х, когда анализ акций второго эшелона был простым. Мы смотрели на прибыль и капитализацию, если они были сопоставимыми, то мы покупали такие акции. Когда предприятие зарабатывает прибыли столько, сколько стоит на рынке не нужно никаких моделей чтобы понять, что это дешево.

Если мы подойдем к человеку, который никогда не изучал экономику и финансы, предположим, торговцу овощами на рынке и спросим его следующее: «По какой цене ты бы мог купить у нас киоск, приносящий 1 млн. рублей

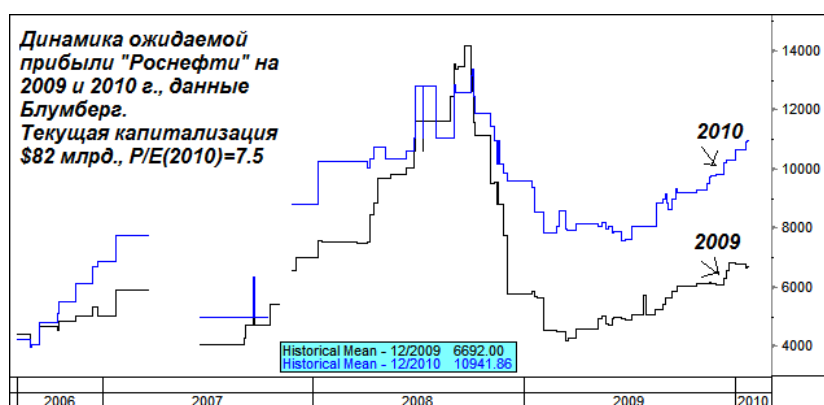
чистого дохода в год» (предполагая, что у него есть эти деньги). Скорее всего, этот человек назовет цену вблизи 3 млн. рублей. В голове каждого человека есть представления об окупаемости, и «отбить» покупку за 3 года им кажется вполне резонным. Можно обсуждать, правильно ли отбить за 3 года или это должно быть 2 или 5 лет. Но если окупаемость будет 50 лет, это вряд ли кого-то устроит.

К мультипликаторам прибыли можно относиться также, когда они очень низки относительно цены на рынке, это означает хорошую цену. ЛУКОЙЛ и «Газпром» с окупаемостью в 5 лет, это неплохая инвестиция. Напомним, что эта окупаемость, рассчитанная по мультипликатору P/E уже свободна от инфляции, потому что предприятия могут переносить издержки роста цен на потребителей (также в случае с киоском). Конечно, прогнозная прибыль должна отражать нормальные ожидания, не завышенные, не разовые. Если бизнес способен резко наращивать прибыль, то мультипликатор (и срок окупаемости в годах) должен быть выше. Ситуация с нефтяными компаниями такова, что даже если цены на нефть будут меняться, то налоговая система страны нивелирует эти эффекты. ЛУКОЙЛ будет получать примерно такую прибыль все последующие годы, не сильно важно как будут измеряться внешние условия (в разумных пределах, конечно).

Для сравнения, справа мы приводим траектории изменения ожиданий по «Роснефти», которая имеет коэффициент P/E=7.5 по ожидаемой прибыли 2010 года. В этом году «Роснефть», по мнению аналитиков, заработает под \$11 млрд. чистой прибыли. Но сравнительный мультипликатор «Роснефти» выше лукойловского в 1.5 раза (7.5 против 5), это означает, что сравнительно «Роснефть» дороже на 50%.

На фондовом рынке хорошая компания и хорошая акция не совсем одно и то же.

Главный вопрос – это цена, и поэтому мы крайне оптимистичны в отношении «ЛУКОЙЛа» с «Газпромом», пусть, «Роснефть» гораздо лучше росла в 2009-м, вряд ли это повторится снова в текущем году.



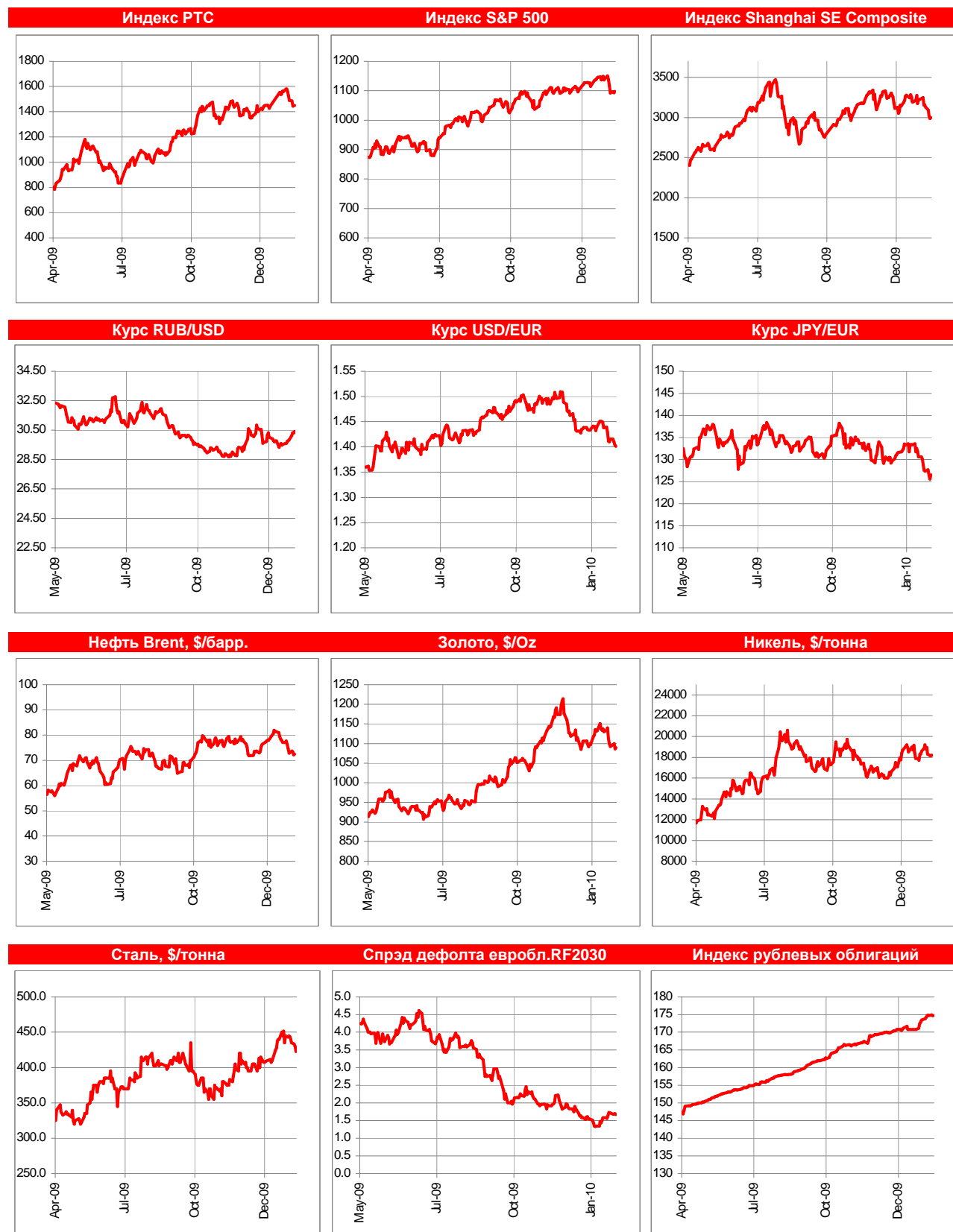
## Вкратце:

- «Интерфакс» со ссылкой на источники пишет, что «Северсталь» может выкупить 18,7% акций золотодобывающей компании High River у «Тройки диалог». По итогам вчерашних котировок, рыночная стоимость этого пакета составляет \$108,5 млн. По какой цене будет покупать «Северсталь» не называется. Сейчас «Северстали» принадлежит 50,1% акций золотодобывающей компании. Стороны возможную сделку пока не комментируют. Напомним, что в 2009 году «Северсталь» предпринимала попытки довести свою долю в High River до 100%, однако это не удалось сделать.
- Акции UC Rusal начали свой первый торговый день со снижением котировок почти на 11% по сравнению с ценой размещения.
- А. Улюкаев вчера заявил, что Россия не намерена вводить какие-либо ограничения на движения капитала. По его словам, ЦБ участвует в международных консультациях по вопросам более жесткого контроля за банковскими операциями. Так как ввод ограничений на движение капитала не планируется, Центробанку придется выбирать между инфляцией и регулированием валютного курса.
- «Аптеки 36 и 6» получили госгарантию на 500 млн. рублей по банковскому кредиту. По словам представителя компании, общая сумма кредита, который они планируют привлечь, составит 1 млрд. 700 млн. рублей. Средства планируется направить на реструктуризацию задолженности сети и на пополнение оборотных средств.

## Местное:

- «Сильвинит» снижает инвестпрограмму на 2010 год почти в два раза – до \$103 млн. Это в четыре раза ниже инвестиций «Уралкалия». Как пишет «Коммерсант», компания будет вкладывать средства только в поддержание мощностей. Вполне возможно, снижение объемов капитальных затрат связано с тем, что компании нужны средства на выплату долга «Сбербанку». Несмотря на сокращение инвестпрограммы, компания продолжит работы на Половодовском участке: в ближайшее время планируется завершить его доразведку.
- На пермском рынке авиаперевозок появится еще один перевозчик. Авиакомпания «Авианова» планирует запустить рейс Москва-Пермь-Москва. Новый рейс появится в конце марта.

## 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.