

Оперативный обзор фондового рынка

среда, 31 марта 2010 г.

Рынки накануне:

Лидеры изменения ММВБ:

Бумага	Посл.	%
Трансф ап	31420	6.9%
ОГК-3 ао	2.004	3.7%
ОГК-5 ао	2.792	3.6%
ГАЗПРОМ ао	170.4	3.4%
Аэрофлот	65.7	1.8%
РусГидро	1.522	1.4%
Ростел -ао	147	0.6%
СевСт-ао	398	0.6%
РБК ИС-ао	35.74	0.3%
Роснефть	235.2	0.2%
ГМКНорНик	5390	0.2%
Татнфт Зап	86.11	0.1%
Уркалий-ао	122.8	0.1%
Татнфт Зао	145.8	0.1%
Система ао	30.15	-0.1%
Сурпфгз	29.11	-0.1%
ММК	28.45	-0.2%
МТС-ао	254.5	-0.2%
Новатэк ао	194.8	-0.3%
Сурпфгз-п	16.38	-0.3%
Сбербанк	85.1	-0.4%
Ростел -ап	82.47	-0.6%
ЛУКОЙЛ	1665	-0.6%
ФСК ЕЭС ао	0.371	-0.8%
ПолюсЗолот	1433	-1.0%
Сбербанк-п	67.1	-1.1%
Магнит ао	2581	-1.3%
ВТБ ао	0.079	-1.5%
Газпрнефть	154.1	-2.8%
УралСви-ао	1.124	-3.3%

Аналитик О. Буклемишев из агентства «МК-Аналитика» (заведение экс-премьера М.Касьянова) сегодня в «Ведомостях» пишет следующее: «Российский фондовый рынок отреагировал на взрывы в Московском метрополитене, обернувшиеся десятками погибших и раненых и тяжелым шоком для миллионов россиян... уверенным ростом»

И дальше он начинает рассуждать и удивляться, почему позавчера рынок не упал (видимо, он был уверен, что упадет). В числе предположений у него следующее 1) Банальная краткосрочность и факторы определяют за рубежом 2) Отсюда идея: следует за другими рынками 3) Отечественные компании «диверсифицировались» за рубежом от «российского негатива». Помимо этого он предлагает идею 4) «Чиновники из-за теракта отвлекутся от «доения» бизнеса». 5) Он использует околонучные рассуждения из гипотезы эффективности рынка - возможность терактов «заложена в ценах», и сам теракт не новость (т.е. котировки не должны на него реагировать).

Потом Буклемишев пишет, что не важно какая гипотеза и «в любом случае наш фондовый диагноз совершенно неутешителен». Такой вывод очень характерен для российских непримиримых оппозиционеров, чего бы не происходило в стране, все будет восприниматься негативно. У нас нет никаких эмоций по поводу Буклемишева, нас волнует логика. А подобные рассуждения о рынке крайне распространены. Ладно бы они исходили от журналистов, они обычно являются «просвященными профанами» и не их

задача проводить глубокий анализ. Но здесь пишет человек, называющий себя «главным аналитиком».

Нам также вообще не понятно, почему российский рынок должен был обязательно упасть на терактах. С точки зрения теории оценки (и тех же «эффективных рынков»), падение нужно связывать с изменениями ожиданий прибыли или ростом риска и ставки дисконтирования. Есть другие взгляды на фондовый рынок – что люди пытаются предугадать действия других людей. Но тогда следовало бы ожидать, что массовый сброс акций, чтобы можно было купить дешевле. Таких ожиданий просто не было. В 1999 году, когда взрывали дома в Москве и Волгодонске рынок акции резко упал, но тогда была угроза неконституционного развития событий, введение чрезвычайного положения.

Люди хотят найти логику в движения рынка. Они ожидают, что в случае негативных событий в экономике он должен падать, а позитивных – расти. Скажем, сравнительный проигрыш России на Олимпиаде в Ванкувере, следуя этим рассуждениям, должен был бы привести к снижению рынка (а выигрыши паралимпийцев – наоборот). Абсурдность таких выводов очевидна. Но теракт - это не Олимпиада? Если оставаться на рациональной позиции – нужно показать влияние теракта на премии за риск или ожидаемые денежные потоки. А если показать это невозможно, то не следует ожидать движения рынка. Банальная логика на фондовом рынке не всегда работает.

Другое дело, что рынок акций не всегда рационален. Он может не реагировать на то, что должен бы прореагировать. Акции могут показывать абсурдные котировки, и «рыночные ошибки» бывают. Попытки придумать рациональную основу для таких ошибок могут закончиться «разрывом мозга» или неправильными умозаключениями. Время работы на фондовом рынке научило нас тому, что ко всему следует относиться с большим скептицизмом. Простые рассуждения на фондовом рынке (даже при их внешней стройности логики) часто оказываются ложными и способны привести к убыткам.

Хороший пример – «Газпром». Акция стоит относительно дешево (P/E = 4 по ожидаемой прибыли 2011 года). Мы пытались объяснить это большим объемом free-float компании, составляющего 25% от рынка. Так что



портфельного капитала не хватает на покрытие этой доли. Но люди рассуждают в ином ключе – большинство верят в то, что дешевизна «Газпрома» отражает повышенный уровень воровства менеджмента в компании. Это не согласуется со следующими факторами: 1) Акции стоили дорого 2 года назад, и вряд ли восприятие воровства изменилось за это время. 2) Чистая прибыль уже учитывает эти «издержки» (кроме статей капвложений).

Есть более рационалистические версии дешевизны «Газпрома» - рост добычи нетрадиционного газа и увеличение конкуренции по этому направлению (в блогах многие пишут про «сланцевый газ», хотя *unconventional gas* не всегда сланцевый). В качестве довода они указывают на низкие спотовые цены природного газа на биржевых площадках. Эта идея нуждается в большем внимании, но мы до сих пор не считаем это большой угрозой для монополии.

Есть еще одна рациональная версия – прибыль «Газпрома» большая, но она будет вложена в проекты с отрицательным NPV и «разрушит стоимость». Идут ссылки на проекты Южный и Северный поток. Так, совокупные вложения в эти трубы оцениваются порядка \$40 млрд. Тогда как все основные средства, которые когда либо были построены «Газпромом» и находятся на его балансе без учета амортизации оцениваются бухгалтерами в \$236 млрд. по МСФО. Также идут указания на большие вложения в Штокман, в освоение Ямала, чтобы заместить падающую добычу на месторождениях-гигантах, разработанных в советское время. Проблема с доводом об отрицательном NPV по новым крупным проектам в том, что они не сопровождаются расчетами.

Придумать отрицательные доводы для любой компании нетрудно. Но являются ли эти доводы верными сами по себе и не подогнаны ли они под рыночную котировку? Задача аналитика не в том, чтобы придумывать рациональные аргументы, объясняющие странные котировки. А в том, чтобы искать рыночные ошибки, указывать на них и пытаться их использовать.

Вчера акции «Газпрома» неожиданно оказались лучше рынка. Индекс ММВБ вырос на 0.25%, «Газпром» на +3.6%. Это поведение, которое следовало бы ожидать, если верить в рациональность рынка. И мы в нее верим, вот только рынок не обязательно будет всегда разумным и не факт, что вчерашний рост это «начало большого ралли». Факт в том, что «Газпром» остается одной из самых дешевых акций среди ликвидных бумаг, как долго это будет терпеть «мистер Рынок», не известно.

Вкратце:

- Ведомости пишут, что правительство впервые использовало деньги Резервного фонда в марте. Было потрачено 169 млрд. руб. Но тут есть маленькая хитрость – правительство еще тратит остатки на едином казначейском счете и сколько было потрачено из них не ясно. Правительство держит разные счета в Центробанке – один это казначейский счет, другой – Резервный фонд, третий - Фонд нацблагосостояния. В итоге можно взять, скажем, в декабре много денег из Резервного фонда, поместить на казначейский счет в этом месяце, назвать их «остатками», и тратить их в январе, феврале. При этом рассказывать, что пока Резервный фонд не используется. График справа

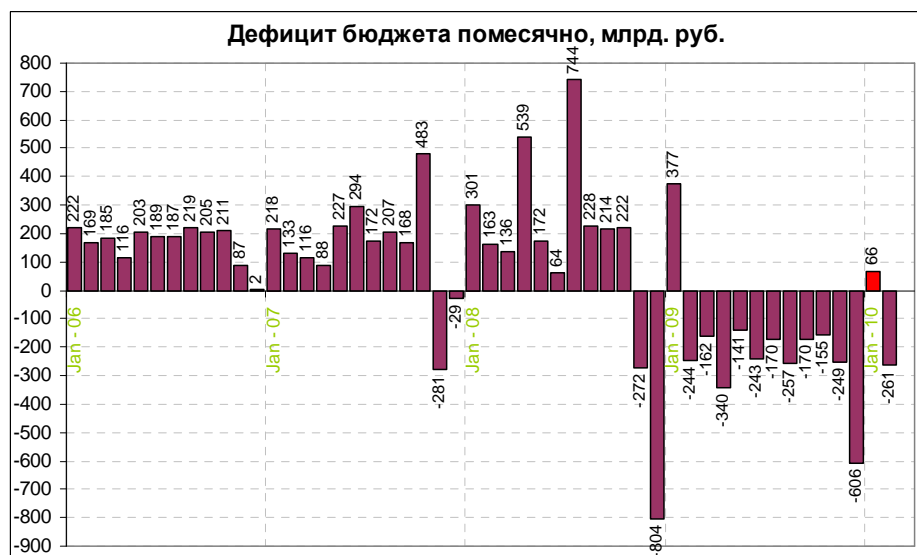
показывает, что в феврале так и происходило. Более того, январский профицит на самом деле является дефицитом, поскольку, судя по сообщениям, в январе произошло зачисление доходов от инвестирования фондов за 2009 год.

Данные по использованию Резервного фонда не верно отражают краткосрочную динамику бюджета, хотя на длинных промежутках они показывают состояние бюджета.

Руководитель федерального казначейства Р.Артюхин (см. Ведомости/Интерфакс) сообщил, что в 1-м полугодии

из фонда должно быть потрачено 1.14 трлн. рублей. Он также говорит, что за год планировалось потратить 1.8 трлн. руб., но может потребоваться на 100-200 млрд. меньше. В апреле планируется взять в фонде 230 млрд. рублей (это должно быть равно ожидаемому дефициту, см. график).

Мы не раз писали, что финансирование дефицита бюджета за счет Резервного фонда и Фонда нацблагосостояния (последний идет на пенсии) является основным источником эмиссии рублей в стране. Рублевая накачка должна привести к бурному оживлению экономики, которое мы ожидаем во втором квартале. Планы Минфина, похоже, предполагают тоже самое – основная часть дефицита будет потрачено в первой половине года, а во второй, похоже, должны возрасти налоговые поступления.

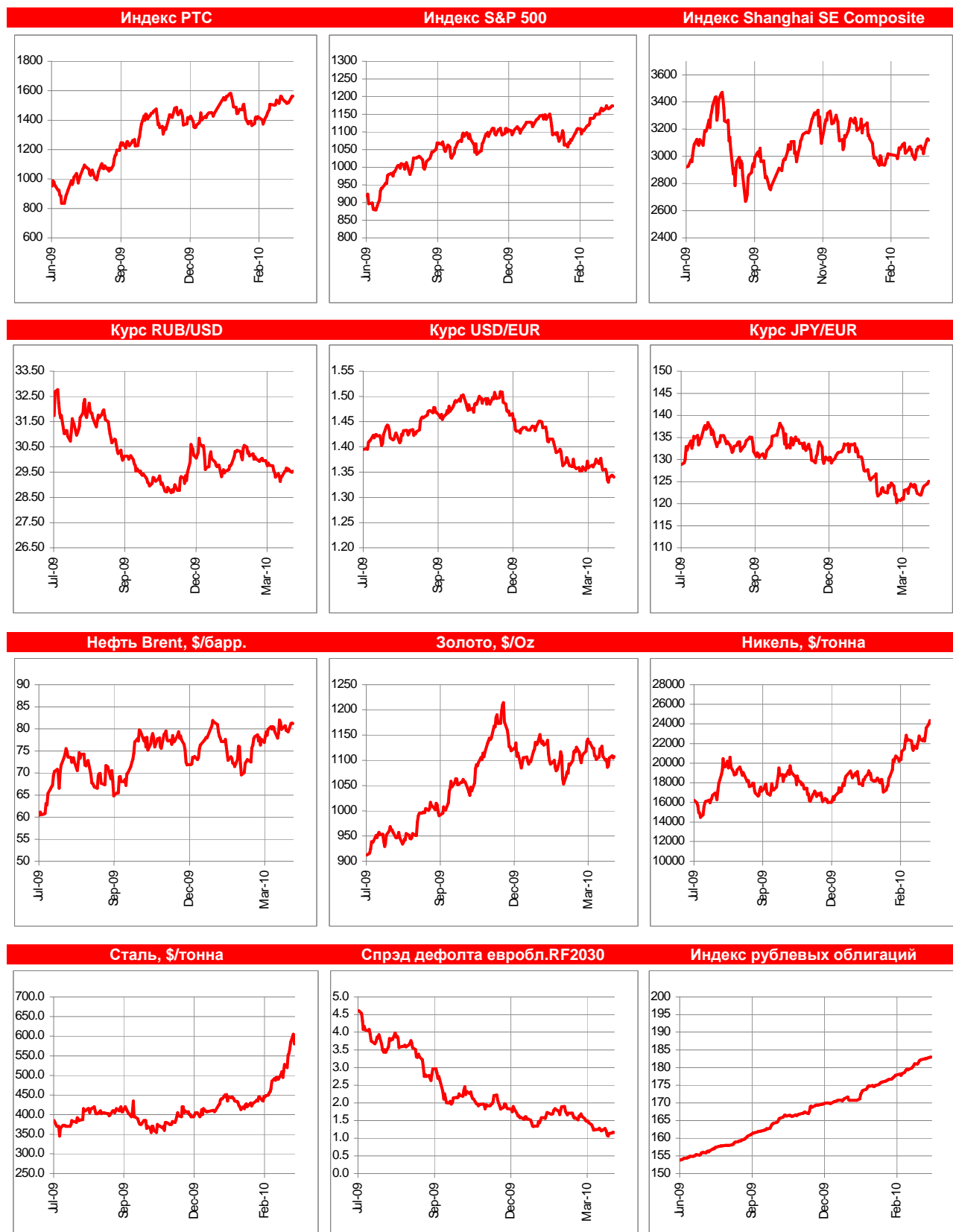


- Правительство поручило МЭРу в течение месяца подготовить предложения о введении экспортных пошлин на минеральные удобрения и цветные металлы. Напомним, что ранее правительство предлагало установить пошлины на хлористый калий на уровне 5-15%. Из цветных металлов пошлины существуют только на никель.
- Центробанк планирует к концу года начать изучение мнения населения и предприятий относительно их инфляционных ожиданий. Для этого ЦБ РФ может привлечь Фонд общественного мнения, а данные с предприятий ЦБ соберет сам. На основе полученных данных, ЦБ РФ будет рассчитывать индекс потребительских ожиданий, который будет учитываться при переходе к модели инфляционного таргетирования. Таким образом, ЦБ продолжает предпринимать шаги к переходу от политики регулируемого курса рубля к таргетированной инфляции. Ранее ЦБ РФ заявил, что намерен ужесточить контроль за валютными позициями банков, что, на наш взгляд, также является одним из шагов к переходу к свободному рублю.
- Похоже, что заявления ComocoPhillips относительно причин, побудивших их принять решение продать 10% акций «ЛУКОЙЛа», заставили российских чиновников задуматься о своей политике по освоению недр. В частности, в правительстве заявили о том, что необходимо менять законодательство и расширить перечень компаний, которые могут работать на шельфе. Сейчас новые лицензии на шельфе могут получить только «Газпром» и «Роснефть». Кроме того, чиновники недовольны темпами освоения «Роснефтью» и «Газпром» шельфовых месторождений. В частности, «Газпром» заявил о переносе на три года освоения Штокмана (по мнению чиновников, в результате компания потеряет перспективный рынок США).
- «ММК» по итогам 2009 года увеличил чистую прибыль, рассчитанную по РСБУ, в 2,7 раза до 27,4 млрд. рублей. Выручка упала почти на 40% до 137,3 млрд. рублей.
- «Сургутнефтегаз» в 2009 году сократил чистую прибыль на 21% до 113,873 млрд. рублей (около \$3,8 млрд.). Если в этом году компания не изменит дивидендную политику, то на привилегированные акции может быть выплачено около 1,05 рублей (дивидендная доходность - 6,4%). По обыкновенным акциям в последние два года компания выплачивала 0,6 рублей дивидендов.
- «Газпром» по итогам года получил чистую прибыль по РСБУ в размере 624,6 млрд. рублей. Это в 3,6 раза больше результатов 2008 года. Основная причина роста прибыли – это переоценка пакета акций «Газпром нефти». Если компания будет следовать своей дивидендной политике, то на одну акцию может быть выплачено 4,6 рублей в виде дивидендов (доходность 2,7%).
- «Русгидро» в 2009 году сократила чистую прибыль по РСБУ в 1,6 раза до 10,33 млрд. рублей. Одна из причин снижения прибыли – переоценка активов, которые принесли убыток в 21,7 млрд. рублей.

Местное:

- 2 апреля «Камская долина» проведет интернет-конференцию, посвященную итогам 2009 года и программам строительства в 2010 году.
- УК «ЭКС» не планирует размораживать проект ТРЦ в Тольятти и третьей очереди ТРК «Семья». По словам главы «ЭКСа», не исключено, земельный участок в Тольятти будет продан.
- Мясокомбинат «Телец» может построить свинокомплекс стоимостью 2 млрд. рублей. По словам главы комбината, реализация проекта полностью зависит от того, найдет ли компания длинные кредиты на 10-12 лет.

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.