

ОТКУПИМ ДЕШЕВЛЕ?

Понедельник, 10 – 14 августа
J&T BANK об актуальном в мире финансов

КОНЪЮНКТУРА

Мировые фондовые и сырьевые рынки на прошлой неделе сотрясла легкая дрожь. Американские и западноевропейские фондовые индексы припали на 0,4-2,7%. Никель, золото и нефть подешевели на 0,2-3%.

Судя по всему, под влиянием неоднозначной макроэкономической статистики глобальные инвесторы решили взять паузу, дабы осмотреться по сторонам и найти новые сегменты для приложения своих средств. Ведь инвестиционная идея первой половины года (Китай) начинает стремительно терять свою привлекательность – за минувшую неделю капитализация китайского фондового рынка снизилась еще на 6,6%. Прочие азиатские рынки пока смогли продолжить рост (+1-2,5%). Однако это повышение носит скорее инерционный характер – за последнее время участники рынка, привлеченные «азиатской темой» вложили туда столько средств, что фондовые индексы обновили годовые максимумы, а рыночные мультипликаторы приобрели значения в 1,5-2 раза, превышающие мультипликаторы развитых стран. Вполне вероятно, глобальные фонды скоро вспомнят, что в Азии ВВП растет лишь в Китае и Индии (на 7,9% и 5,8% соответственно). И сделают вывод, что если Китай рискует серьезно «перегреться», то его соседям (ВВП которых падает в среднем на 5,7%) не стоит надеяться на быстрое оживление в регионе. А потому лучше будет не продолжать раздувать «пузырь», а пресечь эту тенденцию в зародыше. Проблема лишь в том, что адекватной замены инвестициям в Азию не проглядывается. Вот и начинает мировой капитал метания – например, выбегая из Китая на «приграничные территории», такие как Восточная Европа (фондовые индексы в этом регионе подросли за неделю на 0,6-2,6%).

Еврозону с продолжающим падение промпроизводством (-0,6% в июне при ожиданиях роста на 0,3%) и ВВП (-0,1% во II квартале по отношению к I кварталу), а также со средним PE равным 29х, подвести под категорию «недооцененного рынка» подвести сложно. США, где промпроизводство вроде бы и растет (+0,5% в июле), а доверие потребителей в то же время падает второй месяц подряд («Мичиган» снизился до 63,2 пунктов с 66 пунктов месяцем ранее), может преподнести любой сюрприз. Тем более, что после уточнений большинство показателей пересматривается в худшую сторону.

Таким образом, уверения мировых правительств, что «второй волны» не будет, пока выглядят очень оптимистичными. Ведь благоприятная конъюнктура на рынках во многом основана на эмоциях, не подтвержденных пока реальными данными, а потому может быстро изменить свой вектор. Вывод: на мировых рынках лучшая альтернатива в ближайшее время – это кэш.

ПАМЯТКА: Экономика не является точной наукой

ОСНОВНЫЕ ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ

Регион	Индекс	Знач.	Неделя	YTD %	PE	PBV	PS	52WH	52WL
Россия	MICEX	↓	1 072,74	-3,8%	73%	10,6	1,1	1 471,14	493,62
	RTSI\$	↓	1 059,92	-1,9%	68%	8,4	1,0	1 802,87	492,59
Развитые рынки									
США	DJ	↓	9 321,40	-0,5%	6%	13,4	2,6	11 790,17	6 469,95
	S&P 500	↓	1 004,09	-0,6%	11%	18,5	2,1	1 303,04	666,79
	NASDAQ	↓	1 985,52	-0,7%	26%	32,6	1,6	2 473,20	1 265,52
Англия	FTSE	↓	4 713,97	-0,4%	6%	60,3	1,8	5 649,10	3 460,71
Германия	DAX	↓	5 309,11	-2,7%	10%	45,2	1,4	6 553,90	3 588,89
Франция	CAC	↓	3 495,27	-0,7%	9%	13,2	1,3	4 558,56	2 465,46
Швейцария	SWISS MARKET	↓	5 985,30	-0,7%	8%	37,4	2,3	7 343,07	4 234,96
Япония	NIKKEI	↑	10 597,33	1,8%	20%	20,8	1,7	13 270,37	6 994,90
Развивающиеся рынки									
Китай	SHANGHAI	↓	3 046,97	-6,6%	67%	31,4	3,2	3 478,01	1 664,93
Гонконг	HANG SENG	↑	20 893,33	2,5%	45%	21,1	2,0	21 546,94	10 676,29
Корея	KOSPI	↑	1 591,41	1,0%	42%	33,0	1,3	1 594,46	892,16
Индия	BSE SENSEX	↑	15 411,63	1,7%	60%	19,5	3,5	16 002,46	7 697,39
Бразилия	BOVESPA	↑	56 638,00	0,5%	51%	23,5	1,9	57 366,78	29 435,11
Турция	ISE 100	↓	44 302,92	-1,0%	65%	13,9	1,6	45 536,75	20 912,19
Польша	WSE WIG	↑	35 811,31	1,1%	32%	106,6	1,4	41 483,37	20 370,29
Чехия	PRAGUE STOCK	↑	1 171,40	2,6%	36%	22,8	1,5	1 478,20	606,90
Венгрия	BUDAPEST STOCK	↑	18 071,42	1,4%	48%	12,8	1,2	21 123,57	9 337,99
Словакия	SLOVAK SHARE	↑	313,34	0,6%	-13%	13,4	1,1	464,29	291,60
Украина	PPTS	↑	445,30	1,4%	48%	140,6	1,0	642,00	199,12
Индексы MSCI									
Россия	MSCI RUSSIA	↓	613,77	-5,0%	0%	8,0	1,0	1 168,75	321,51
БРИК	MSCI BRIC	↓	283,39	-0,2%	1%	N/A	N/A	329,14	135,25
Развивающиеся	MSCI EM	↓	852,74	0,0%	1%	18,2	2,0	982,86	445,94
Мир	MSCI WORLD	↑	1 063,98	0,1%	2%	20,4	1,6	1 355,35	684,07

ИСТОЧНИК: Bloomberg, MMBB, PTC; мультипликаторы MICEX - расчеты J&T BANK

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

Как мы и ожидали, прошедшая неделя с 10 по 14 августа для российского фондового рынка завершилась на минорной ноте, фактическим следствием которой стало падение MICEX и RTSI на 3,8% и 1,9% (до 1072,74 и 1059,92 пунктов соответственно). Хуже рынка выглядел нефтегазовый сектор, индекс которого упал на 4,95%. В плюсе смогли завершить неделю лишь металлургические бумаги – «ММВБ-Металлургия» вырос на 0,12%.

ЦБ РФ, придерживаясь плана по снижению ставки рефинансирования, примерно раз в месяц наносит точечный удар по позициям Быков на российском рынке акций. На то, что снижение ставки оказывается именно «ударом» указывает не так давно сложившаяся практика, при которой наш фондовый рынок очень болезненно реагирует на ослабление рубля. Продолжительностью же этой реакции всецело зависит от поведения ЦБ, произвольно определяющего момент своего появления на торгах.

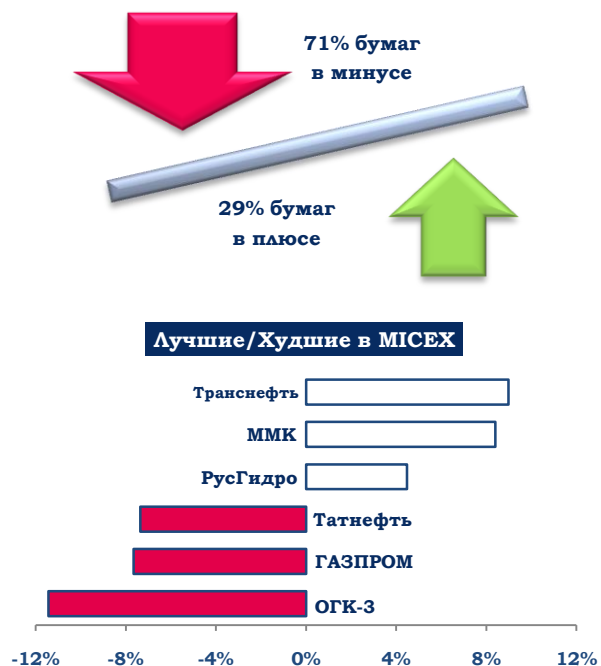
При этом с середины мая, когда российский макрорегулятор поставил на поток снижение основной ставки, к концу прошлой недели ослабел к бивалютной корзине на 1,4%, североморская Urals выросла на 23%. А вот MICEX вырос лишь на 1%. За то время, пока ЦБ снижает ставку официальная стоимость кредитов снизилась, но самих кредитов реальному сектору больше не стало. Зато сложилась осязаемая угроза появления «пузыря» на долговом рынке, где предприятия, не относящиеся к первому эшелону, вынуждены привлекать инвесторов, обещая им 17-20% доходность. Напомним, что у банков под такие ставки предприятия, чистая рентабельность которых в основной массе располагается в диапазоне от 10% и ниже, кредиты брать не хотят или не могут. И получается, что главные риски на нашем рынке несут даже не эмитенты (пока дойдет дело до выплат купона или до расплаты с кредиторами в процессе банкротства, можно будет уже все активы вывести), а покупатели облигаций, число которых стремительно растет, пока рынок акций топчется на месте, опасаясь «управляемой» девальвации.

В результате возникает вопрос, кому интересно создание нервной ситуации на внутреннем валютном рынке?..

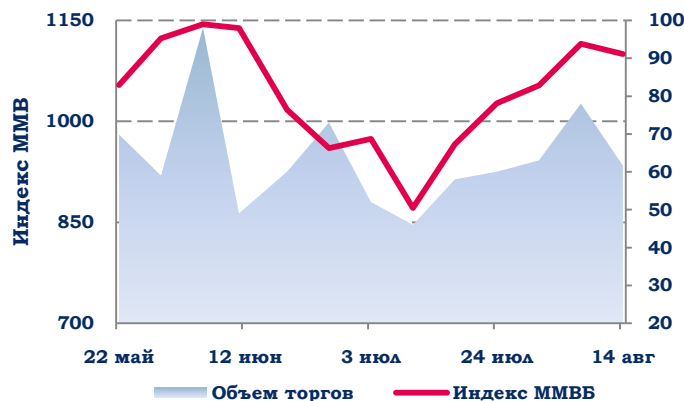
До тех пор пока не появится вразумительного ответа на этот вопрос, наш рынок устойчивого роста показывать не будет. Зная, что рубль продолжит ослабление, которое негативно сказывается на стоимости активов, кто будет в них вкладываться всерьез и надолго?

Вместе с тем, есть надежда, что в начале сентября (после данных об инфляции в августе, которая начинает отказываться падать) ЦБ внесет коррективы в свои действия.

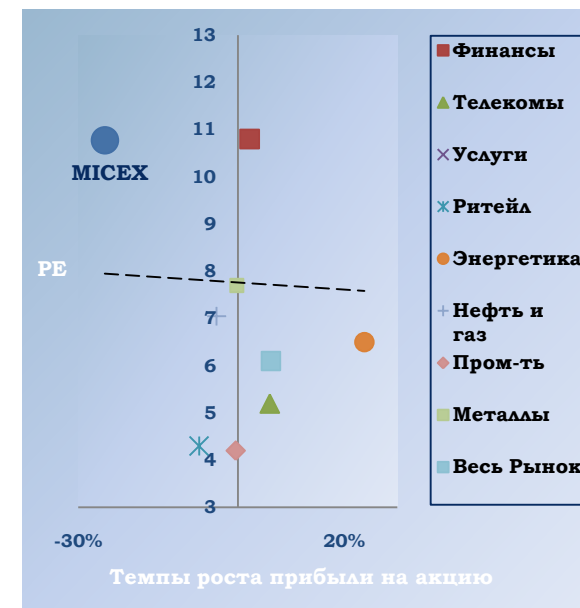
НАСТРОЕНИЯ В РОССИИ



Среднедневной объем торгов на ММВБ



РЫНОЧНАЯ КАРТА



Сектор	PE	EPS Growth
MICEX	10,8	-25%
Весь Рынок	6,1	6%
Пром-ть	4,2	0%
Телекомы	5,2	6%
Финансы	10,8	2%
Нефть и газ	7,05	-4%
Услуги	14,9	12%
Металлы	7,7	0%
Ритейл	4,3	-7%
Энергетика	6,5	24%

ИСТОЧНИК: Bloomberg

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

«ФИШКА» МИНУВШЕЙ НЕДЕЛИ: Мосэнерго

Судя по динамике финансовых показателей российских компаний в текущем году, в полку отраслей, успешно противостоящих влиянию финансового кризиса, прибыло. К «защитным» активам в настоящий момент можно отнести генерирующие компании, выручка и чистая прибыль которых показывает положительные темпы роста и по отношению к ближайшему кварталу и по отношению к значениям годовой давности.

Одной из традиционных «фишек» этого сектора являются бумаги Мосэнерго. Это третья по размеру установленной мощности генерирующая компания в России (после РусГидро и ИнтерРАО). И в таблице о рангах российской генерации (по величине рыночной капитализации) Мосэнерго занимает аналогичное место.

В то же время, динамика акций Мосэнерго в нынешнем году пока отстает от средней динамики «генерирующих» бумаг – совокупная капитализация этого сектора выросла с начала года на 142% в рублевом выражении, а капитализация Мосэнерго – «лишь» на 87%.

Возможная причина отстающей динамики акций этой компании могла заключаться в ее достаточно высоких классических рыночных мультипликаторах (PE, PS и PBV). Например, год назад рынок мог пугаться PE Мосэнерго равного 55x (при среднем в 12x для России и 16x для Мира). Сегодня эта дельта несколько сократилась – текущий PE Мосэнерго составляет 15,4x при 6,5x по России и 14,2x по Миру. Однако если приглядеться в подобной премии пугающего не так уж и много.

Прошлогодний PE (55x) подразумевал рыночные ожидания роста чистой прибыли в годовом выражении на 40%. Чистая прибыль Мосэнерго за 2008 год по отношению к 2007 году выросла в меньшей пропорции – на 26%. Но является ли последовавшая расплата за чрезмерный оптимизм в отношении роста прибыли адекватной? Мы считаем, что наказание в призме текущих условий было слишком суровым.

Сейчас на нашем рынке количество компаний с положительными темпами роста выручки и прибыли существенно сократилось – из эмитентов, чьи бумаги входят в расчет MICEX, рост отслеживающей (12-месячной) прибыли присутствует менее чем у половины (44%), а среднее падение этого показателя к предыдущему периоду составляет 20-25%.

В свою очередь, Мосэнерго в I квартале 2009 более чем в 2 раза увеличило чистую прибыль на фоне 22% роста выручки и 13% роста операционных затрат. Учитывая, что указанный рост прибыли стал возможным во многом благодаря эффекту низкой базы чистой прибыли относительно выручки (ROS увеличился лишь на 2,3% - с 2,2% до 4,5%), который в настоящее время сохраняется, по итогам 2009 года чистая прибыль Мосэнерго может составить 5-7 млрд. руб., т.е. в 2,5-3,5 раза выше относительно 2008 года. Для этого достаточно обеспечить опережающий рост выручки по сравнению с себестоимостью. То, что это возможно, доказали сильные результаты компании в IV квартале 2009-I квартале 2009гг., на которые пришелся основной удар «первой волны».

По нашей оценке, «справедливым» значением текущего PE для акций Мосэнерго является 20x, что соответствует оценке капитализации компании в 93 млрд. руб. или 2,33 руб. на акцию.

ФИНАНСОВЫЙ ПРОФИЛЬ КОМПАНИИ

Эмитент	Мосэнерго	
Сектор	Электроэнергетика	
Выручка, млн.руб.	МСФО	
T12-март'2009	↑	101 712
2008		94 819
Чистая прибыль, млн.руб.	МСФО	
T12-март'2009	↑	4 587
2008		2 055
Баланс, млн.руб.	МСФО	
	мар.09	2008
Совокупные Активы	254 281	248 839
Совокупные обязательства	63 720	62 969
Собственный Капитал	190 561	185 870
Рентабельность, %		
	мар.09	2008
ROE	2,4%	1,3%
ROS	4,5%	2,2%
ROA	1,8%	1,0%

*T12-март'2009 – данные за двенадцать месяцев

РЫНОЧНЫЙ ПРОФИЛЬ КОМПАНИИ

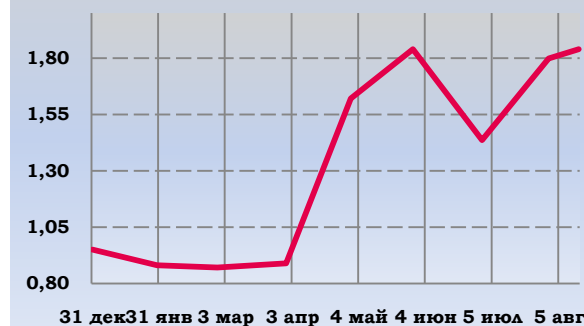
Количество обыкновенных акций	39 749 359 700	
Текущая цена АО	1,78 руб.	\$0,055
Капитализация, \$ млн.	2 191	
Динамика цен		
Неделя	3%	
С начала года	87%	
Мультипликаторы Энергетического сектора		
	Текущий	Год назад
PE Мосэнерго	15,42	55,49
PE Россия	6,50	12,06
PE Мировой	14,20	15,88
PS Мосэнерго	0,70	1,20
PS Россия	0,40	0,39
PS Мировой	1,10	1,22
PBV Мосэнерго	0,37	0,61
PBV Россия	0,70	1,41
PBV Мировой	1,40	1,56

Источник: Bloomberg, расчеты J&T BANK

Структура акционерного капитала



Динамика цен на обыкновенные акции Мосэнерго в 2009 году, руб.



ОЖИДАНИЯ ПО ДИНАМИКЕ РОССИЙСКИХ ИНДЕКСОВ

Среднесрочная техническая картина по основным российским фондовым индексам не располагает к активизации покупок на рынке. Судя по всему, без поддержки со стороны внешнего фона и в условиях нависающей угрозы «мягкой», но все же девальвации рубля, инвесторы не будут спешить с покупками. Кроме того, в августе многие участники рынка могут просто взять передышку после волатильных сражений июня-июля. Косвенным свидетельством ухода с рынка покупателей является резкое снижение объемов торгов на ММВБ – в пятницу этот показатель стал минимальным с начала июля – 48 млрд. руб. при средненежном объеме в 70 млрд. руб. в августе и 56 млрд. руб. в июле.

Несколько оживить торги могут данные по ситуации в строительном секторе США, ожидающиеся во вторник и пятницу. Проблемы в строительном секторе США (и на рынке недвижимости) стали опережающим индикатором кризиса в мировой экономике. Поэтому сейчас инвесторы с особым интересом следят насколько быстро проходит восстановление американского рынка недвижимости, проецируя эти данные на общие перспективы разрешения проблемы «ипотечных долгов» и на сопутствующие перспективы дальнейшей разморозки кредитных рынков. Среди внутренних данных, способных повлиять на динамику нашего рынка, можно выделить отчетность Газпрома по МСФО за I квартал'2009, публикация которой ожидается в среду.

В целом, мы считаем, что основной целью текущей нисходящей динамики являются 1000 пунктов по MICEX. Кроме того, что этот уровень находится внутри диапазона технической поддержки 990-1010 пунктов, «1000» по MICEX – это еще и психологическая отметка, для удержания которой Быки, думается, будут готовы «пойти на принцип», вернувшись на рынок и возобновив покупки.



Календарь спекулянта				
18 августа, вторник			Ожидания	Предыдущее
Великобритания	12:30	Индекс цен потребителей в июле к июню	-0,30%	0,30%
		Индекс розничных продаж в июле к июню	-0,20%	0,30%
		Индекс цен производителей в июле к июню	-0,20%	1,80%
США	16:30	Строительство новых домов в июле	598 000	582 000
		Разрешения на строительство новых домов в июле	576 000	563 000
Россия		Промышленное производство в июле к июлю'2008	-14,30%	-12,10%
19 августа, среда				
Великобритания	12:30	Стенограмма Банка Англии		
Россия		Отчетность Газпрома за I квартал'2009 по МСФО	EPS 5,38 руб.	
20 августа, четверг				
Великобритания	12:30	Динамика розничных продаж в июле к июлю'2008	2,80%	2,90%
		США	16:30	Заявки на пособие по безработице
18:00	Опережающие индикаторы в июле		0,60%	0,70%
21 августа, пятница				
США	18:00	Продажи домов в июле	5,00 млн.	4,89 млн.
		Динамика продаж домов в июле к июню	2,30%	3,60%

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Управление операций на финансовых рынках

Тел.: +7 495 925 2191
Факс: +7 495 697 5824

Россия 121069, Москва
Трубниковский пер., 13 стр. 1

Начальник Управления

Зими́на Элина
Доб. 152

Отдел брокерского обслуживания

Красникова Светлана
Доб. 138

Иванова Олеся
Доб. 116

Анализ рынка

Пискунова Надежда
Доб. 110

Арде́ев Андрей
Доб. 123

Настоящий документ подготовлен специалистами Управления операций на финансовых рынках J&T BANK на основе источников, которые мы считаем достоверными. Однако мы не гарантируем полноту и точность использованных в данном материале данных. Характер данного документа является исключительно информационным. Оценки и мнения, содержащиеся в документе, являются частным мнением специалистов Управления операций на финансовых рынках и не должны рассматриваться как предложение к совершению каких-либо операций с ценными бумагами или как руководство к принятию инвестиционных решений или иных действий. J&T BANK не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования информации, содержащейся в данном материале. Инвестирование на российском рынке ценных бумаг несет в себе значительные риски, поэтому инвесторы должны проводить самостоятельный анализ рынка и финансовых инструментов до совершения сделок.

Настоящий материал не может быть воспроизведен, копирован, распространен или изменен полностью или частично без получения предварительного письменного согласия J&T BANK. Дополнительная информация может быть предоставлена по дополнительному запросу в письменном виде. J&T BANK не несет ответственности за несанкционированное использование настоящего документа третьими лицами.