

ИДЕЯ – ПРОТОРГУЙ ПИПС...

Понедельник, 24 – 28 августа

J&T BANK об актуальном в мире финансов

КОНЪЮНКТУРА

Точка опоры финансовых рынков продолжает смещаться в сторону развитых стран, руководство которых все чаще делает заявления о достижении дна и начале выхода из рецессии.

По итогам прошедшей недели с 24 по 28 августа фондовые индексы США выросли на 0,3-0,4%, Западной Европы – на 1-2%. В свою очередь, на азиатских рынках царит полная неразбериха. Прежний лидер – Китай – продолжает «остывать» (-3,4% за неделю), переложив функцию поддержания инвестиционного спроса в регионе на соседей (индексы Кореи и Японии завершили неделю повышением на 1,7-2,9%) и близкие по восприятию глобальными игроками страны (рост индексов в Индии составил 4,5%).

На сырьевых рынках единый тренд пока также отсутствует. Нефть вновь откатилась от годовых максимумов, потеряв в цене по сравнению с прошлой пятницей 1,5%. Золото осталось на уровнях недельной давности (\$954/унция). Никель подешевел на 1% (\$19070/тонна), а медь подорожала на 3% (\$6464/тонна).

В целом можно сказать, что мировые рынки стоят на перепутье. С одной стороны, поступающая статистика (прежде всего из эпицентра кризиса - США) носит обнадеживающий характер. Уточненный ВВП США во II квартале остался без изменений (-1%), хотя рынок ожидал пересмотра этого значения в худшую сторону (до минус 1,5%). Все больше радует участников рынка американский сектор недвижимости – темпы падения цен замедлились, а продажи новостроек второй месяц подряд растут более чем на 9% (+9,6% в июле), чего за последние 10 лет не случалось. На восстановление спроса указывает и рост заказов на товары длительного пользования (+4,9% в июле – 2-летний максимум).

С другой стороны, рыночные мультипликаторы в большинстве стран столь высоки, что инвесторы, видимо, пока просто не решаются продолжать активные покупки. В частности, среднее отношение капитализации к прибыли в Западной Европе в настоящее время более 40x. В США данное отношение гораздо ниже (13,7x для Dow Jones и 19x для S&P500). Вот и выходит, что сейчас, в общем-то, назревшая глобальная коррекция цен сдерживается лишь надеждами на продолжение роста в США. Однако, если корпорации США в III квартале все-таки не оправдают надежд инвесторов на восстановление прибылей, сопутствующее разочарование способно привести к такой лавине продаж, которая заставит всех вспомнить про «вторую волну».

Операторы российского фондового рынка, судя по всему, вполне осознают эти риски, отрекшись в основной массе от долгосрочных стратегий, сосредоточившись на спекуляциях.

ПАМЯТКА: Рынок не должен Вами управлять. Он часто ошибается. Вы должны использовать его ошибки.

ОСНОВНЫЕ ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ

Регион	Индекс	Знач.	Неделя	YTD %	PE	PBV	PS	52WH	52WL
Россия	MICEX	↑	1 111,33	0,5%	79%	11,8	1,2	1 380,99	493,62
	RTSI\$	↑	1 089,46	3,7%	72%	11,1	1,0	1 675,06	492,59
Развитые рынки									
США	DJ	↑	9 544,20	0,4%	9%	13,7	2,6	11 790,17	6 469,95
	S&P 500	↑	1 028,93	0,3%	14%	19,0	2,1	1 303,04	666,79
	NASDAQ	↑	2 028,77	0,4%	29%	33,5	2,4	2 413,11	1 265,52
Англия	FTSE	↑	4 908,90	1,2%	11%	70,7	1,9	5 649,10	3 460,71
Германия	DAX	↑	5 517,35	1,0%	15%	47,0	1,5	6 553,90	3 588,89
Франция	CAC	↑	3 693,14	2,1%	15%	14,6	1,3	4 558,56	2 465,46
Швейцария	SWISS MARKET	↑	6 211,58	1,2%	12%	39,8	2,5	7 343,07	4 234,96
Япония	NIKKEI	↑	10 534,14	2,9%	19%	20,9	1,7	13 079,37	6 994,90
Развивающиеся рынки									
Китай	SHANGHAI	↓	2 860,69	-3,4%	57%	29,2	2,9	3 478,01	1 664,93
Гонконг	HANG SENG	↓	20 098,62	-0,5%	40%	21,2	1,9	21 474,31	10 676,29
Корея	KOSPI	↑	1 607,94	1,7%	43%	34,6	1,3	1 616,29	892,16
Индия	BSE SENSEX	↑	15 922,34	4,5%	65%	20,4	3,6	16 002,46	7 697,39
Бразилия	BOVESPA	↓	57 700,57	0,0%	54%	24,0	1,9	58 633,67	29 435,11
Турция	ISE 100	↑	47 559,69	0,8%	77%	16,3	1,6	48 334,56	20 912,19
Польша	WSE WIG	↑	38 232,13	0,8%	40%	188,7	1,5	41 483,37	20 370,29
Чехия	PRAGUE STOCK	↓	1 132,70	-0,6%	32%	27,2	1,5	1 478,20	606,90
Венгрия	BUDAPEST STOCK	↑	19 363,91	6,3%	58%	11,3	1,4	21 007,22	9 337,99
Словакия	SLOVAK SHARE	↔	307,27	0,0%	-14%	13,1	1,1	464,29	291,60
Украина	PPTS	↑	473,35	6,0%	57%	150,0	1,1	543,24	199,12
Индексы MSCI									
Россия	MSCI RUSSIA	↑	640,69	0,7%	5%	10,0	1,1	1 088,64	321,51
БРИК	MSCI BRIC	↓	278,82	-0,4%	-1%	N/A	N/A	329,14	135,25
Развивающиеся	MSCI EM	↑	851,46	0,7%	1%	19,2	2,0	960,83	445,94
Мир	MSCI WORLD	↑	1 094,09	1,3%	5%	26,2	1,7	1 355,35	684,07

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

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

Шаткость внешней конъюнктуры серьезно отражается и на нашем фондовом рынке. Все, на что хватает российских участников – это продолжать игру «Проторгуй пипс по Dow Jones!». Остервенение, с которым MICEX реагирует на изменение в пунктах основного индикатора американского рынка, наводит на мысль, что наши соотечественники вовсе отошли от рынка и его динамику определяют лишь заказы из-за рубежа.

Повинуясь внешней воле, MICEX за неделю вырос на 0,5%, закрывшись на отметке 1111,33 пункта. Активность спекулянтов при этом несколько увеличилась – среднедневной объем торгов бумагами, входящими в MICEX, составил 59 млрд. руб. по сравнению с 53 млрд. руб. неделей ранее.

Значительно лучше рынка выглядели телекомы – соответствующий отраслевой индекс ММВБ вырос за неделю на 9,13%. Лидерами роста среди наиболее ликвидных бумаг, подтвердив наши предыдущие предположения относительно их фундаментальной недооцененности, стали акции Волгателекома (+15%). Также двузначные темпы роста (+14%) продемонстрировали акции Мосэнерго и Уралсвязинформа.

Несмотря на то, что последствия аварии на СШГЭС продолжают негативно сказываться на котировках «Жемчужины рынка» (РусГидро подешевела за неделю на 6,8%), индекс «ММВБ-Энергетика» вырос по отношению к закрытию недельной давности на 3,66%. Противовесом продаж в РусГидро выступили покупки в ФСК (+9,5% за неделю).

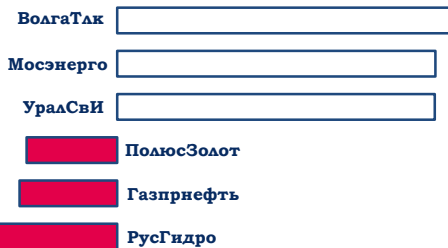
Наибольший уровень рыночного пессимизма (исключая акции РусГидро) проявился в бумагах Газпром нефти и ПолюсЗолота, подешевевших за неделю на 4%.

В целом, над нашим рынком довлеет та же боязнь наказания за чрезмерный оптимизм, показанный в ходе rallies I полугодия. При этом необходимо отметить, что стагнация MICEX на текущих уровнях сопровождается экстенсивным ростом рыночных мультипликаторов – увеличение их значений происходит не за счет роста котировок, а за счет уменьшения знаменателей (величины чистой прибыли, выручки, собственного капитала) относительно показателей годовой давности, когда кризис только начинал свое шествие.

НАСТРОЕНИЯ В РОССИИ



Лучшие/Худшие в MICEX



-10% -5% 0% 5% 10% 15%

Среднедневной объем торгов на ММВБ



РЫНОЧНАЯ КАРТА



Сектор	PE	EPS Growth
MICEX	11,8	-32%
Весь Рынок	7,0	1%
Пром-ть	4,2	-3%
Телекомы	8,1	6%
Финансы	10	-4%
Нефть и газ	7,48	3%
Услуги	14,2	21%
Металлы	8,2	0%
Ритейл	3,7	-10%
Энергетика	7,2	16%

ИСТОЧНИК: Bloomberg

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

«ФИШКА» ТЕКУЩЕЙ НЕДЕЛИ: Дальсвязь

Дальсвязь, первой из МРК Связьинвеста представила результаты деятельности за I полугодие 2009 по МСФО. Внедрение интернета и цифрового телевидения в широкие массы – залог успеха российских МРК связи и действенное лекарство от кризиса. По крайней мере, такой вывод можно сделать на основе отчетности Дальсвязи. Доля высокотехнологичных услуг в выручке компании от услуг связи в I полугодии 2009 по сравнению с аналогичным периодом прошлого года выросла до 28% с 23%. В денежном выражении данный вид услуг увеличился на треть, что позволило компании продемонстрировать опережающий рост выручки (+10%) по сравнению с операционными расходами без учета амортизации (+8%). Примечательно, что сопутствующий рост рентабельности сопровождался снижением долговой нагрузки – чистый и процентный долг компании сократился по сравнению с началом года на 5,6% и 7,8% соответственно. Благодаря тому, что весь долг представлен в рублях, девальвация не оказала на его величину своего пагубного влияния. И если принять во внимание, что, несмотря на уменьшение финансового плеча, компания способна увеличивать свою рентабельность, то становится вполне понятным оптимизм менеджмента в отношении перспектив выбранной модели развития компании. Рентабельность Дальсвязи по выручке (14%) и собственному капиталу (27%) – максимальная среди МРК Связьинвеста (на данный момент), а долговая нагрузка, измеряемая через долю всех обязательств в структуре капитала (51%) ниже среднего значения для МРК (55%).

Инвестиционная привлекательность бумаг компании уже в достаточной мере успела проявить себя – с начала текущего года капитализация выросла почти в 4,5 раза. Однако эти цифры говорят лишь о глубине недооценки компании, проявившейся в панических продажах прошлой осени. Ведь даже при столь впечатляющем росте цен рыночные мультипликаторы акций Дальсвязи остаются на очень низком уровне – РЕ составляет 2,9х при среднем 8,1х для российских телекомов. Также отметим, что амортизация и CAPEX (как впрочем, и по другим МРК) практически равны, что позволяет рассматривать чистую прибыль в качестве вполне стабильного и объективного денежного потока, приходящегося на акционеров.

Наша консервативная модель, предполагающая 5% 7-летний рост денежных потоков со ставкой дисконтирования 18% и последующим 2% долгосрочным ростом, дает оценку в 80,7 рублей за обыкновенную акцию. С учетом оценки по модели распределения рыночных мультипликаторов (116 рублей) мы считаем «адекватной» рыночной ценой – **98,35 рублей за 1 обыкновенную акцию Дальсвязи**. Пессимисты могут попробовать самостоятельно поискать такое же сочетание низких рисков, высокой рентабельности и небольших мультипликаторов. Нам подобные компании пока не встретились.

ФИНАНСОВЫЙ ПРОФИЛЬ КОМПАНИИ

Эмитент		Дальсвязь	
Сектор		Телекоммуникации	
Выручка, млн.руб.		МСФО	
T12-июнь'2009	↑	16 879	
2008		16 109	
Чистая прибыль, млн.руб.		МСФО	
T12-июнь'2009	↑	2 391	
2008		2 071	
Баланс, млн.руб.		МСФО	
		T12-июнь'2009	2008
Совокупные Активы		21 618	20 885
Совокупные обязательства		10 218	10 385
Собственный Капитал		9 750	8 934
Рентабельность, %			
		T12-июнь'2009	2008
ROE		26,8%	25,9%
ROS		14,2%	12,9%
ROA		11,4%	10,3%

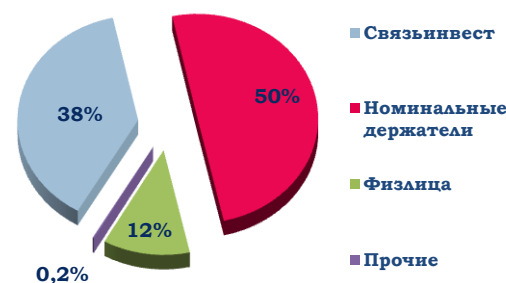
*T12-июнь'2009 – данные за двенадцать месяцев

РЫНОЧНЫЙ ПРОФИЛЬ КОМПАНИИ

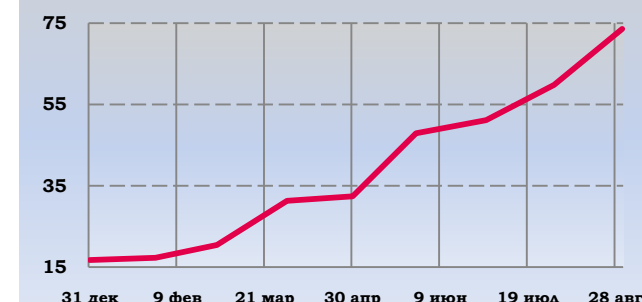
Количество обыкновенных акций	95 581 421	
Текущая цена АО	73,55 руб.	\$2,33
Капитализация, \$ млн.	223	
Целевая цена АО	98,35 руб.	\$3,12
Динамика цен		
Неделя	18%	
С начала года	338%	
Мультипликаторы Телекомов		
	Текущий	Год назад
РЕ Дальсвязь	2,94	3,09
РЕ Россия	8,10	8,24
РЕ Мировой	12,00	12,68
PS Дальсвязь	0,42	0,40
PS Россия	0,89	0,75
PS Мировой	1,00	1,13
PBV Дальсвязь	0,72	0,72
PBV Россия	2,33	1,27
PBV Мировой	1,50	1,71

Источник: Bloomberg, расчеты J&T BANK

Структура акционерного капитала



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



ОЖИДАНИЯ ПО ДИНАМИКЕ РОССИЙСКИХ ИНДЕКСОВ

Август нынешнего года (за исключением аварии в Хакассии) прошел достаточно спокойно. При этом внутренний макроэкономический новостной фон даже повеселел – некоторые ярые сторонники выхода из кризиса за счет девальвации изменили свое мнение, а власти даже объявили о завершении рецессии в нашей стране!

Неделей ранее мы несколько переоценили уровень оптимизма российских участников, ожидая продолжения покупок. Как видно, ввиду фактического отсутствия основной массы отечественных игроков на рынке наш оптимизм в отношении внутренних настроений неуместен. Оставшимся же участникам торгов остается уповать на оптимизм внешний.

Главным источником позитива на текущей неделе пока являются ожидания улучшения на рынке труда в США. Насколько обоснованны эти надежды станет ясно в среду. Пока же, честно говоря, сложно представить, что может сподвигнуть рынки (и российский, в частности) на активные покупки. Значительных upsides в наших «голубых фишках», определяющих динамику рынка, которые были еще пару месяцев назад, сейчас уже нет. Поэтому даже наличие интересных тем в отдельных секторах (например, в телекомах) не гарантирует слаженного и дружного роста рынка. Для его возобновления нужна либо просадка индексов на 10-15% относительно текущих уровней (в район 1000 пунктов), либо полет нефти к \$80 за баррель. Однако на фоне угасающей волатильности (российские индексы перестали быть самыми волатильными – пальма первенства отдана Китаю) оба этих сценария уступают по реалистичности – консолидации рынка с 5% диапазоном колебаний относительно пятничного закрытия (нижняя граница 1055-1075 пунктов по МІСЕХ, верхняя 1135-1150 пунктов).



Календарь спекулянта				
1 сентября, вторник			Ожидания	Предыдущее
Германия	10:00	Розничные продажи в июле к июню	0,70%	-1,80%
	11:55	Уровень безработицы в августе	8,40%	8,30%
Еврозона	13:00	Уровень безработицы в июле	9,50%	9,40%
	США	18:00	Затраты на строительство в июле к июню	-0,10%
Незавершенные продажи жилья в июле			1,60%	3,60%
2 сентября, среда				
Еврозона	13:00	Уточненный ВВП во II квартале	-0,10%	-0,10%
	США	16:15	Изменение числа занятых в августе	-250 000
18:00		Динамика производственных заказов в июле	2,20%	0,40%
3 сентября, четверг				
Еврозона	13:00	Розничные продажи в июле к июню	0,10%	-0,20%
	15:45	Ставка ЕЦБ	1,00%	1,00%
США	16:30	Заявки на пособие по безработице	560 000	570 000
4 сентября, пятница				
США	16:30	Изменение числа занятых вне сельского хозяйства в августе	-230 000	-247 000
		Уровень безработицы в августе	9,50%	9,40%

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.