

## Обзор рынков

Четверг, 16 января 2014

- Акции развитых стран бьют все новые рекорды.
  - S&P 500 (+0.5% вчера) показал новый максимум по закрытию.
  - То же у немецкого DAX (+2% вчера).
  - У пан-европейского STOXX Europe 600 (+1% вчера) - новые посткризисные максимумы.
  - Ждем когда российский рынок бросится в догонку?
- В аналитике JPMorgan, Citi есть сообщения что “Уралкалий” (+6.7% вчера) может повысить цены для Бразилии (на которую приходится 20% мирового спроса) примерно на 11% (до \$350-360/тонна) “из-за сильного спроса”.
  - Недавно Уралкалий также заявлял о [100-й% загрузке](#), впервые с 2008 года (новая стратегия “объем превыше цены”)
  - Выглядит как смена тренда после нескольких лет затоваривания и падения цен. Похоже, что [2014-й может стать годом разворота](#) (turnaround) для калийной отрасли. Вчера росли Potash corp, ICL и другие конкуренты
- Рубль продолжает показывать номинальные рекорды снижения к доллару, 33.4/\$. Это по-прежнему объясняется 1) низкой ценой на нефть (бrent: \$106.3/баррель вчера), 2) сравнительно высокой инфляцией в РФ, которая привела к тому, что в 2014 г. 33+/\$доллар станет нормой. Обвал рублю не угрожает.

### Комментарий:

Standard & Poor's 500 продолжает бить исторические рекорды. Вчера же он вышел в положительную зону в 2014 (минимально, но превысил закрытие 2013 года).

Понятно недоверие к такому росту.

- Во-первых, он довольно большой +30% в прошлом году, или прирост на +177% с “дна” марта 2009 года средним темпом 23% годовых (плюс, дивиденды).
- Во-вторых, сложился устойчивый миф, что рост акций связан сугубо с “печатанием” ФРС, хотя восстановление акций после как-минимум является оправданным.
- В-третьих, краткосрочные игроки (которых слишком много на рынках, потому что результаты портфельных управляющих оценивают поквартально и ежегодно) боятся возможной коррекции и хотели бы продать до того, как рынок обвалится. С 2011 года S&P 500 не показывал коррекции больше 10%, что довольно странно.  
Страх перед коррекцией объясняет резкий провал, случившийся в понедельник. Но, как мы видим, провал был “выкуплен”, а идеология “buy on dips” сохраняется.
- В-четвертых сохраняется кризисная ментальность и обостренное восприятие рынка после краха 2008 года. Поколение инвесторов, пережившее этот спад, еще долго будет настороженным.

Все дискуссии о том, есть ли на американском рынке пузырь или его нет, не могут привести к однозначному результату. Дело в том, что у академиков и инвесторов

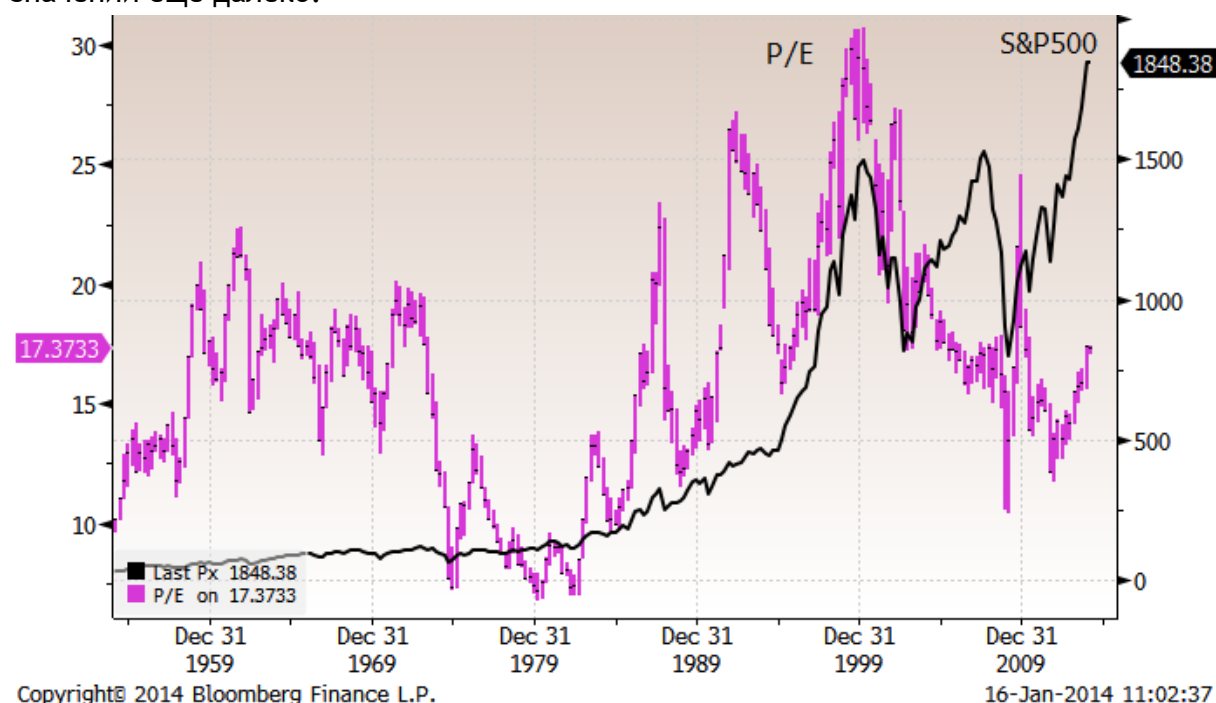
нет четкой теории почему акции растут или падают в целом (это вопрос “макроэффективности”, на языке экономистов).

Все что можно сказать, какая акция дороже, а какая дешевле, для этого можно просто посмотреть на мультипликаторы (р/е). Особенно, если сравнивать близкие по показателям компании, из одной страны, из одной отрасли (это вопрос “микроэффективности”).

Все попытки объяснить общие, “систематические”, движения рынка выглядят крайне слабо. Так, можно сравнивать текущее значение мультипликаторов (р/е, р/bv, Q-Тобина, других) со средними историческими значениями. Правда, нужно при этом предполагать, что прошлое представляет собой “норму”, к которой фондовый рынок возвращается. Даже в этом подходе нет однозначности. Так, по САРЕ Р.Шиллера или по Q-Тобина (график ниже) американский рынок дороговат.

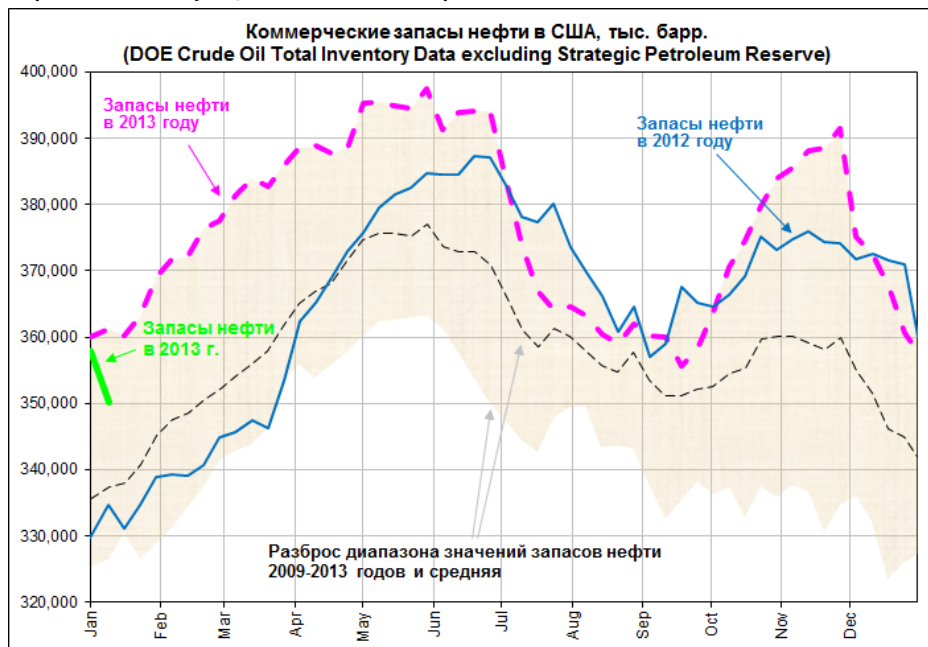


Если оценивать текущее значение Р/Е (красная линия ниже), то все ОК. До пиковых значений еще далеко.



**Вкратце:**

- Рубль к доллару в этом году упал в заметной степени из-за нефти, которая, похоже, реагирует на успокоительные новости из Ирана. Но вчера нефть начала расти после сообщений о снижении DOE уровня коммерческих запасов нефти в США. График ниже показывает, как в этом году изменились запасы, снижение для начала года не характерно и может расцениваться как временный перекося спроса над предложением. Правда, следует осознавать, что данные по запасам США не отражают ситуацию во всем мире.



- Вчера появились сообщения в Блумберге о том, что Уралкалий может повысить цены для Бразилии. Вот фрагмент: “Potash-exposed fertilizer cos. extend yesterday’s gains; JPMorgan, Citi cite reports that Uralkali informed customers in Brazil it sold out of granular MOP (muriate of potash) for Jan./Feb. loading.” Также пишется, что это может случиться с марта: “JPMorgan says Uralkali raising Brazil prices to \$350-\$360/t from March 1 due to “strong demand;” current prices in Brazil (almost 20% of global demand) \$320-\$330/t”. Эта новость сегодня “пережевывается” также в газете [www.rbcdaily.ru](http://www.rbcdaily.ru)



График выше показывает, что коэффициент использования мощностей в отрасли

невысок. Мы считаем, что действие “Уралкалия” по наводнению удобрениями (отказ от принципа “цена превыше объема”) позволил притормозить инвестиционную активность, но все равно сохраняется опасность долгосрочного избытка мощностей (например, от такого проекта, как проекта Jansen компании ВНР). Вот “снэпшот” с показателями компании. Капитализация \$15.8 млрд. и прибыль \$1+ млрд. - вряд ли это можно назвать слишком дешевой компанией.

<HELP> for explanation, <MENU> for similar functions.

URKA RX Equity		90 Settings		97 Actions		98 Output		99 Feedback		Financial Analysis	
Uralkali OJSC		Consol. C		Acct. Std. M		Periodicity Annuals		Currency USD			
11 Key Stats		12 I/S		13 B/S		14 C/F		15 Ratios		16 Segments	
17 Addl		18 ESG		19 Custom							
11 Highlights		12 Summary		13 Enterprise Value		14 Multiples		15 Benchmark		16 Per Share	
17 Stock Value											
In Millions		FY 2014 Est		FY 2013 Est		FY 2012		FY 2011		FY 2010	
12 Months Ending		2014-12-31		2013-12-31		2012-12-31		2011-12-31		2010-12-31	
Market Capitalization		15,770.19		22,023.65		21,865.30		15,056.48		8,875.05	
- Cash & Equivalents		571.68		1,665.58		1,017.94		484.79		195.61	
+ Preferred & Other		7.75		8.27		12.46		0.62		0.90	
+ Total Debt		3,353.04		3,942.35		3,299.25		387.34		466.62	
Enterprise Value		18,559.53		24,308.68		24,159.08		14,959.64		9,146.96	
Revenue		3,361.00		3,413.87		3,329.57		3,949.79		1,699.36	
Growth % YoY		-1.55		-13.57		-25.42		105.72		58.90	
Gross Profit		2,263.30		2,385.61		2,424.59		2,607.69		1,309.70	
Margin %		67.34		69.88		72.82		74.59		77.07	
EBITDA		1,559.29		1,805.87		1,775.93		2,311.35		800.37	
Margin %		46.39		52.90		53.34		59.16		47.10	
Net Income Before XO		730.14		978.60		1,151.77		1,185.09		548.56	
Margin %		21.72		28.67		34.59		33.90		32.28	
Adjusted EPS		0.26		0.33		0.40		0.54		0.44	
Growth % YoY		-23.12		-38.56		-51.96		23.46		-94.46	
Cash from Operations		1,345.66		1,650.95		1,610.46		1,820.24		1,685.00	
Capital Expenditures		-528.00		-551.00		-408.54		-399.43		-365.24	
Free Cash Flow		817.66		1,099.95		1,201.92		1,420.81		1,319.76	

После объединения с Сильвинитом

- Любопытный факт - привилегированные акции “Сургутнефтегаза” имеют максимальную стоимость по сравнению с обыкновенными за всю историю. Дивиденд по префам может быть ближе к 2 рублям, или, порядка 8% годовых.

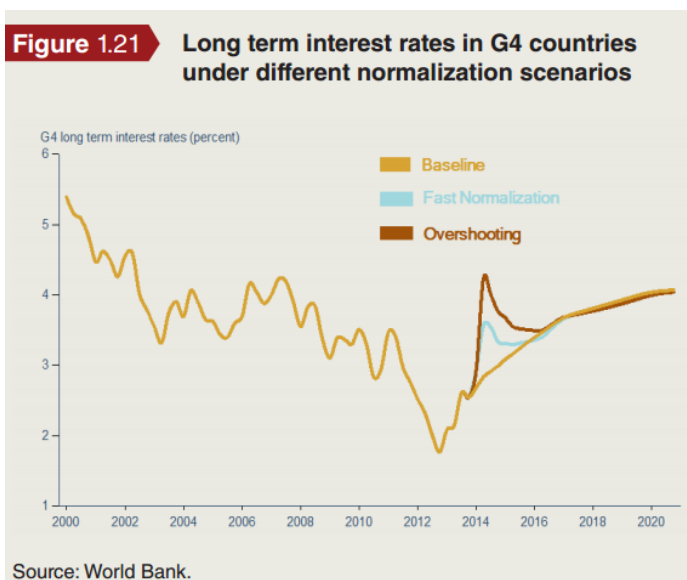


- Вчера министр экономического развития А.Улюкаев на форуме Гайдара заявил, что заморозка тарифов монополий для промышленности после 2014 г. продлеваться не будет. Возникает шанс для восстановительного роста сетевых компаний и эл. энергетики. Но пока говорить об этом рано.

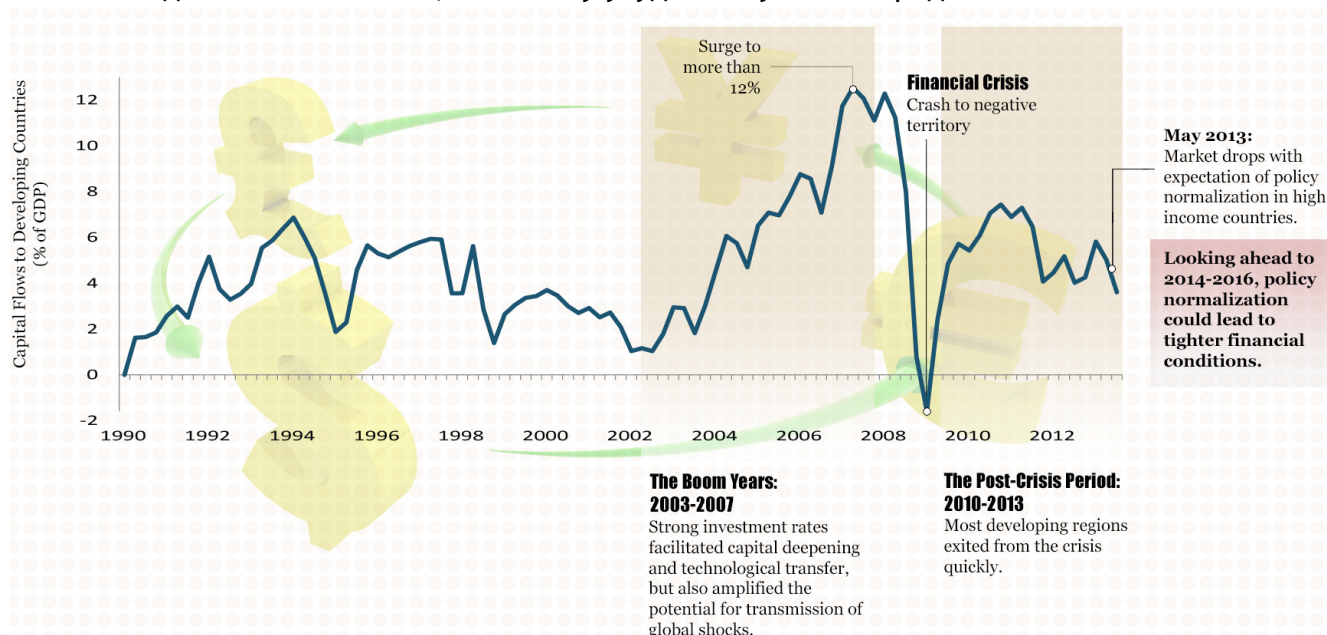
Вот цитаты: "В частности, это работа с издержками. То, что мы начали, возможно, эту работу грубовато - через замораживание на один год тарифов по железнодорожным перевозкам, электрическим сетям и газоснабжению, - это некоторый шок, который должен коснуться этих компаний их потребителей, поставщиков, и распространиться по экономике, это шок пересмотра нашего отношения к издержкам". Также он заявил: "Работа здесь, шок 2014 года закончится, мы больше не будем, конечно, продлевать идеи замораживания, мы сторонники долгосрочного, пятилетнего тарифа, формулы тарифной" (из Интерфакса).

- Вчера на этом же форуме первый запред ЦБ РФ Ксения Юдаева заявила: "У нас нет никаких специальных целей по курсу (рубля). Мы действительно уходим с рынка". В то же время она сказала, что регулятор пока полностью не отказывается от интервенций на валютном рынке. В проекте ДКП указывается, что переход к плавающему курсу состоится "к 2015 году", т.е. текущий год последний. Мы несколько не понимаем, что означает "плавающий" курс, поскольку сейчас он вполне свободный. Мы пока не думаем, что ЦБ РФ откажется от возможности интервенций полностью со следующего года, однако такое понятие как "границы бивалютной корзины" может быть отменено.
- Еще о курсе. Bloomberg пишет, что "планы Минфина губят надежды на укрепление рубля" и ссылается на ВТБ Капитал. Вчера на форуме Гайдара министр финансов А.Силуанов заявил, что Минфин планирует направить дополнительные 200 миллиардов рублей в Резервный фонд, поскольку дефицит бюджета-2013 составил 0,5% вместо прогнозных 0,8%. ВТБ тут же подсчитал, что это означает дополнительный спрос на валюту в ближайшие 2,5 месяца на \$6 миллиардов, что является "довольно тяжелой и чувствительной". А потому "Влияние сезонных факторов поддержки для рубля может быть подорвано". С другой стороны, \$6 млрд. не такая и большая сумма, а реакция курса также зависит от действий ЦБ РФ, который усиленно продает валюту, сопротивляясь (по нашему мнению напрасно) движению курса. [Ежедневно идут интервенции в размере 6,7 млрд. рублей \(\\$200 млн.\)](#). Такими темпами ЦБ может продать Минфину нужный объем валюты за 30 торговых дней, или 1.5 месяца.
- Еще новости с форума. Первый вице-премьер РФ Игорь Шувалов заявил, что правительство ставит целью снизить долю государства в экономике с ~50% сейчас до 25% к 2020 году. Т.е. приватизация будет продолжаться. Однако государство в настоящее время не торопится с приватизацией, "чтобы ее осуществить кое-как". Цитата Интерфакса: "Приватизацией сейчас занимаются в основном инвестиционные банкиры, консультанты с тем, чтобы государство здесь не обвиняли, что мы цену занижаем или завышаем. Поэтому, как только есть на рынке кто-то, кто готов за актив заплатить цену, которая является приемлемой, мы этот актив не держим, мы его продаем".
- Ниже - пара графиков из отчета Всемирного банка, о котором писали вчера (см. <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/GEP/GEP2014a/GEP2014aFULL%20FINAL.pdf>)  
Первый - ставки по странам G4 - прогноз. К концу десятилетия "короткий безрисковый конец" должен приносить 4% годовых.

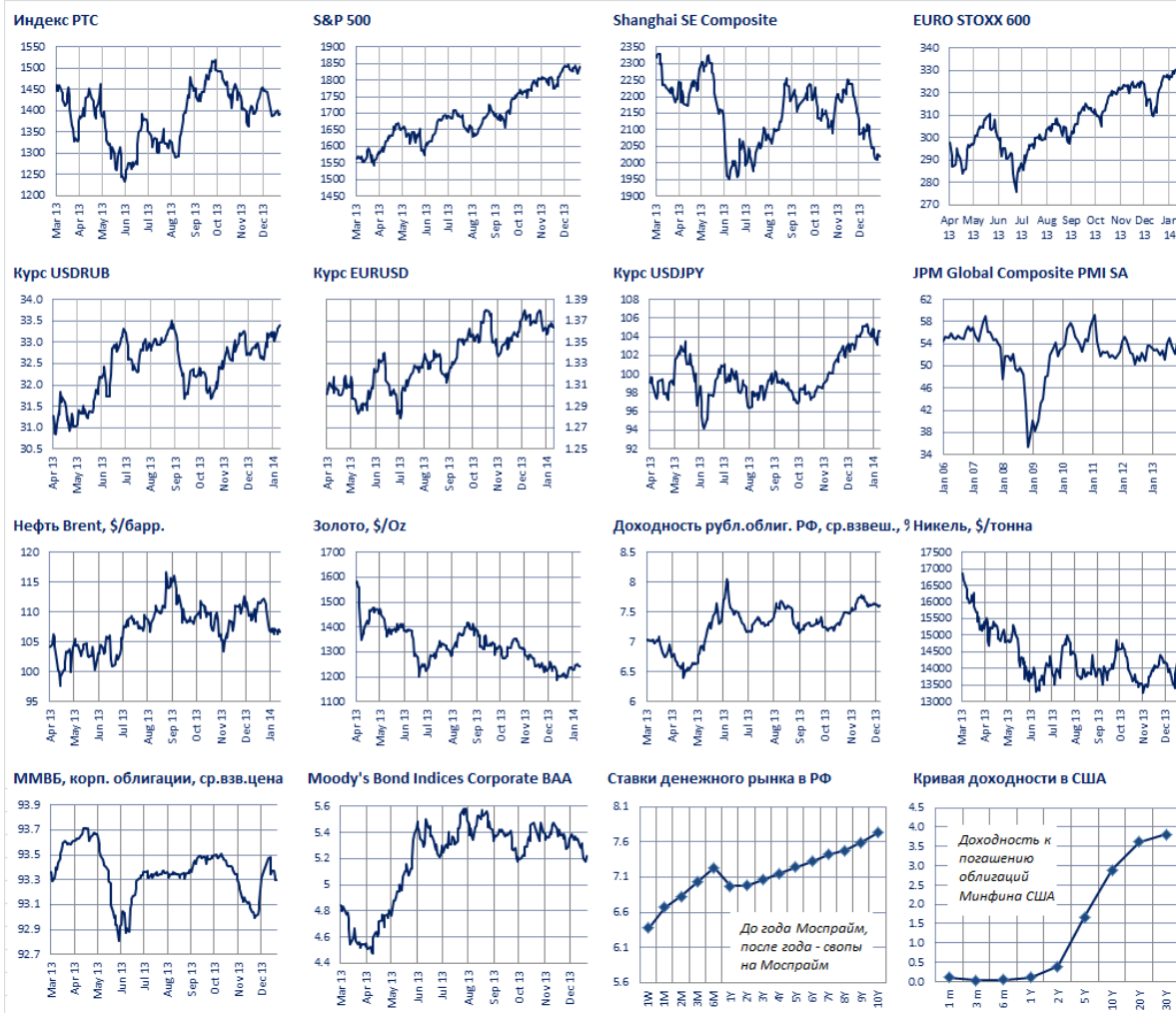




Но это же может привести к замедлению роста развивающихся стран из-за колебаний движения капитала, поскольку ухудшатся условия кредитования.



## Конъюнктура:



Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

### Отказ от ответственности

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. 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 ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.