



Вкратце:

- ВВП РФ в 2012 году вырос на 3.4% (4.3% в 2011). А темпы роста 4-го квартала упали до 2.2% YoY или 0.6% QoQ SAAR. В номинальных цифрах ВВП РФ это 62.4 трлн. руб., т.е. при расчете в долларах по курсу «пробил» круглые \$2 трлн. (сравните: ВВП РФ 1999 г. был \$180 млрд.).
- Китайская промышленность то ли разгоняется, то ли нет. Сегодня вышли индексы PMI. Индикатор от HSBC на максимуме за 2 года. Но официальный и более репрезентативный опрос снизился по сравнению с цифрами конца 2012
- ЦБ РФ выражает уверенность, что инфляция в РФ упадет до 4%. Но на этот счёт есть разные мнения
- Унылое отношение иностранцев к российским акциям, может быть, начинает меняться. HSBC Global Asset Management говорит, что международные инвесторы будут «вновь открывать» Россию, чему поспособствует нормализация после кризиса и обещанная приватизация. Это возможный сценарий, мода на Россию приходит (1997, 2005-2007) и уходит (1998, 2008 гг.).

Развернуто:

ММВБ +0.2%, S&P 500 минус 0.26%, STOXX Europe 600 -0.5%. Среди лидеров роста – «Сбербанк» на который, может быть, влияет возможность закрытия программы АДР (см. Ведомости сегодня).

«Сбербанк» торгуется сейчас с $p/bv=1.3$. Однако с устойчивой прибыльностью по $ROE=20\%+$ (из-за статуса «безрискового» и дешевого фондирования), **Сбербанк заслуживает $p/bv=1.5...1.7$** . что выше текущей цены на ~20%-30%. Мы не одиноки в этом мнении. Так, вчера Goldman Sachs дал оценку «Сбербанку» в \$4.5 за акцию (135 руб.) или +24% к вчерашнему закрытию.

Курс рубля застрял на 30 руб./\$. При этом цены на нефть в последние две недели показывают медленный тренд вверх. Сейчас ближайший фьючерс на Brent на лондонской ICE Futures Europe торгуется на \$115.8/баррель, это максимум с октября 2012.

В нашей модели рубля-доллара, нынешняя нефть предполагает равновесный курс рубля на 30.5/\$. Мы по-прежнему ожидаем сезонного (т.е. временного) укрепления национальной валюты на отметки ниже 30. Предположительно, «дно» руб./\$ (пик укрепления) будет в феврале. Конец года ждем на 31 руб./\$.

Ликвидные акции на ММВБ

ПолюсЗолот (1252)	4.6%
Аэрофлот (53.55)	2.6%
Система ао (26.485)	2.0%
Сбербанк (109.59)	1.7%
СевСт-ао (377.2)	1.4%
ЛУКОЙЛ (2020.1)	1.1%
Сургнфгз (31.514)	1.0%
ТатнфтЗао (221.99)	0.9%
Газпрнефть (146.51)	0.9%
Магнит ао (5640)	0.7%
ФСК ЕЭС ао (0.21649)	0.5%
Татнфт Зап (106.6)	0.3%
ММК (10.791)	0.3%
Транснф ап (70700)	0.0%
ГМКНорник (5986)	0.0%
Роснефть (267.15)	-0.1%
МТС-ао (255.12)	-0.1%
Сбербанк-п (78.11)	-0.2%
Уркалий-ао (228.38)	-0.3%
ВТБ ао (0.05582)	-0.5%
Ростел -ап (88.59)	-0.7%
ОГК-5 ао (1.7385)	-0.8%
Сургнфгз-п (22.831)	-0.9%
Ростел -ао (120.99)	-1.1%
ГАЗПРОМ ао (142.09)	-1.2%
Новатэк ао (333.81)	-1.9%
РусГидро (0.7553)	-1.8%

Рынки после закрытия ММВБ



В январе прошло выступление главы подразделения ФРС Сейнт-Луиса Джеймса Буллarda, одного из «ястребов» в FOMC. Мы предлагаем ознакомиться с его презентацией [\[http://goo.gl/cEdy3\]](http://goo.gl/cEdy3)

Оно показалось нам крайне оптимистичным. Буллard заявляет, что после кризиса нормой роста ВВП США стала цифра 2.3%, что крайне немного. Он ожидает, что **экономика Штатов ускорится** в 2013-2014 годах до новой нормы в 3.2%. Этому будет способствовать

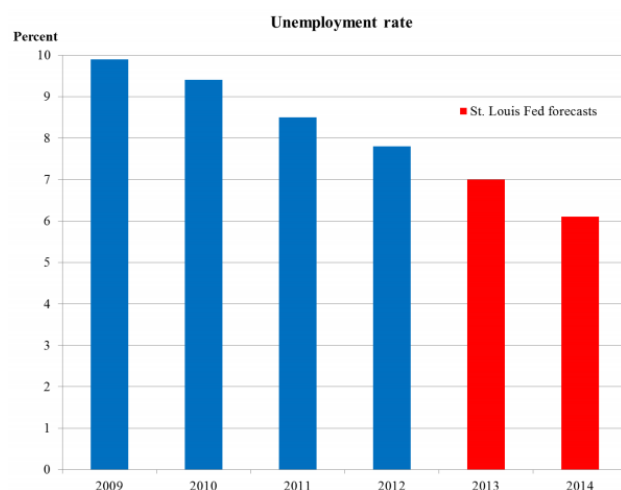
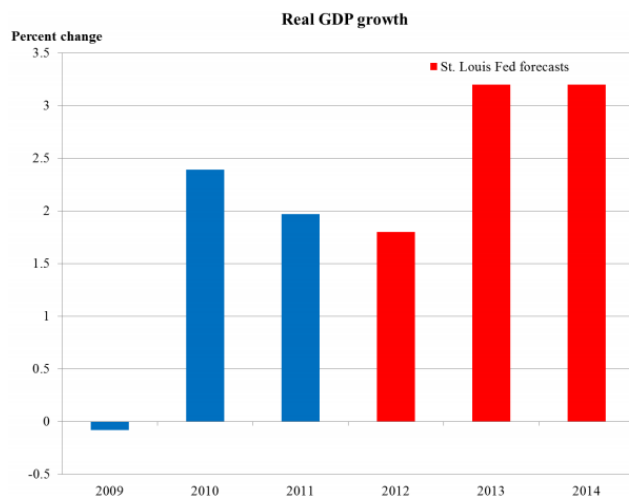
- а) Резкое смягчение монетарной политики (QE-3 стартовал с сентября 2012 г.),
- б) Снижение «встречных ветров» (был «финансовый стресс», началась рецессия в Европе, замедлявшийся Китай) и
- в) Снижение неопределенности (та же Европа с возможностью «второй волны» и «фискальные обрывы» + «потолки долга»).

Поэтому Буллard ожидает, что безработица Штатов будет резко падать, а инфляция останется в районе целевого значения около 2%. Это важно потому, что определяет траекторию ставок в США.

Сейчас ФРС предполагает, что нулевые ставки останутся на нуле до середины 2015 года. Буллard уверяет, что это подразумевает чрезмерно пессимистичный прогноз по Штатам, и что будущее будет более оптимистичным. Фактически он намекает на то, что повышение ставок может начаться раньше – в 2014 году.

ФРС в декабре назвала «пороги», после которых прекращается QE-3, это 2.5% инфляции и 6.5% безработицы. Порог по безработице, по его мнению, может быть достигнут раньше.

Мы согласны с доводами Буллarda. Если экономические данные по Штатам будут показывать, что экономика начинает выходить из кризиса быстрее, то массированный переток капиталов из облигаций в акции и другие рискованные активы может усилиться. Мы по-прежнему повторяем идею, что нужно «забывать портфели» акциями. Посткризисный рост возобновляется.



Разное:

- Вчера глава ЦБ РФ Игнатьев заявил: "Если будет выполняться бюджетная политика, прежде всего бюджетное правило, то нам удастся снизить инфляцию в ближайшие годы до 6-4% и менее. Одновременно будут снижаться процентные ставки - с некоторым разрывом во времени". В ответ министр финансов А. Силуанов заявил, что считает реальным прогноз о возможности

Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

<HELP> for explanation.

<Menu> to Return

99 Chart		90 Histogram		Page 1/3		Economic Forecasts: Contributors	
Russia		Consumer Prices (YoY)				Yearly • Quarterly	
2012 Actual		5.07		2012 Forecast		5.10	
Median		5.10		2013		5.75	
Mean		5.29		2014		5.80	
Bloomberg Weighted Average		5.29				5.80	
High		6.50				6.70	
Low		5.00				4.80	
Jan. Survey		-				5.80	
Dec. Survey		5.10				5.80	
Contributors (32)		As of		2012		2013	
1) Bank of America Merrill Lynch		01/31		6.20		5.90	
2) Berenberg Bank		01/31		5.30		6.70	
3) Capital Economics		01/31		5.00		6.00	
4) Aton Capital Group		01/31		5.10		6.00	
5) Barclays		01/31		5.40		7.00	
6) Credit Suisse Group		01/31		5.10		6.30	
7) HSBC Holdings		01/31		5.20		6.70	
8) JPMorgan Chase		12/28		5.10		6.30	
9) Bank Gospodarki Zwnosciowej		01/31		-		6.10	
10) Citigroup		01/31		5.10		6.50	
11) Landesbank Berlin		01/31		-		7.60	

снижения инфляции до 4%.

Вчера же Блумберг опубликовал новые консенсус-прогнозы по РФ. Мы показываем один из скриншотов с инфляций, отсортированной по ожиданиям 2014 года. Наибольший оптимист из Меррил Линч, ожидает инфляцию 2014 г. на уровне 4.8%, а среднее на этот год – 5.8%. При этом мы сильно вне консенсуса и ждем инфляцию ближе к 4%.

Наш прогноз: инфляция 2013 года будет ближе к 5%, а 2014 ближе к 4%.

- Вчера Росстат опубликовал оценки ВВП РФ за год и 4-й квартал (см. шапку). Мы приводим два графика, заимствованные из блога журналиста «Эксперта» С.Журавлева [http://zhu-s.livejournal.com/247545.html]. С точки зрения использования, замедление ВВП 2012 года по сравнению с 2010 и 2011 объясняется замедлением роста запасов (они восстанавливались после провала 2009). Рост потребительского спроса немного даже ускорился.

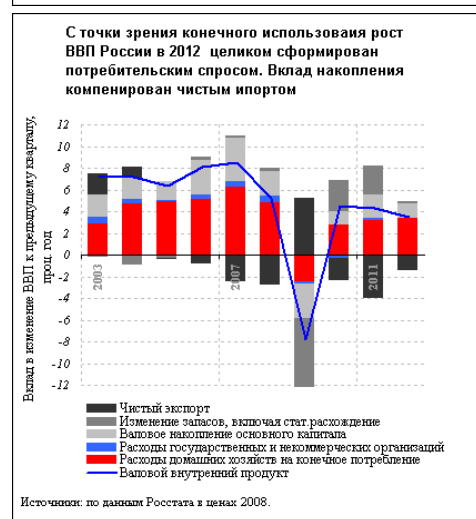
В измерении по добавленной стоимости рост оказывается такой же, если устранить провал сельского хозяйства, связанный с хорошим урожаем 2011 г. и плохим 2012 г.. Вывод: замедление ВВП 2012 в РФ пока не выглядит как новая тенденция и новая норма для РФ. Предположительно, ВВП 2013 г. продолжит расти темпом около 4%.

- Единый мегарегулятор заработает осенью 2013 года, заявил вчера первый вице-премьер РФ Игорь Шувалов. Он сообщил, что будет «проведена работа с парламентом», приняты законы, а затем «люди из ФСФР придут на работу в ЦБ»

- В первых числах месяца публикуют финальные производственных индексов и в секторе услуг. По Китаю вышли две оценки состояния промышленности на markiteconomics.com от HSBC и на сайте национальным Бюро Статистики Китая/CFLP. По данным Markit Economics китайская промышленность в январе достигла пика за последние два года. Индикатор взмыл до 52,3 п., что оказалось выше промежуточной оценки (51,9) и декабрьской отметки (51,5). В экономике Китая наблюдается оживление внутреннего спроса, что может стать катализатором экономического роста в 2013 году.

Национальное бюро статистики опубликовало разочаровывающую оценку индикатора деловой активности. Справа сравниваются данные индикатора уверенности в промышленности Китая по официальным данным страны и ВВП Китая. По данным бюро индекс снизился до 50,4 в январе, что указывает на хрупкость восстановления китайской экономике и проблемы с экспортными заказами.

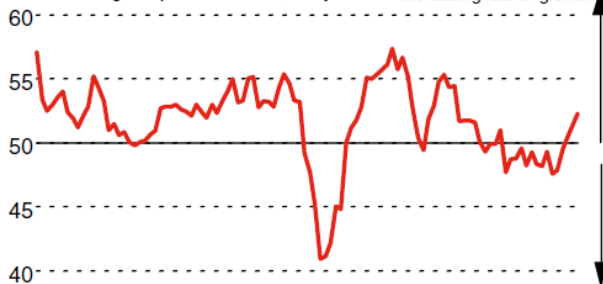
Столь существенная разница в индексах вызвана тем, что с января официальный индекс строится на опросах



оценки

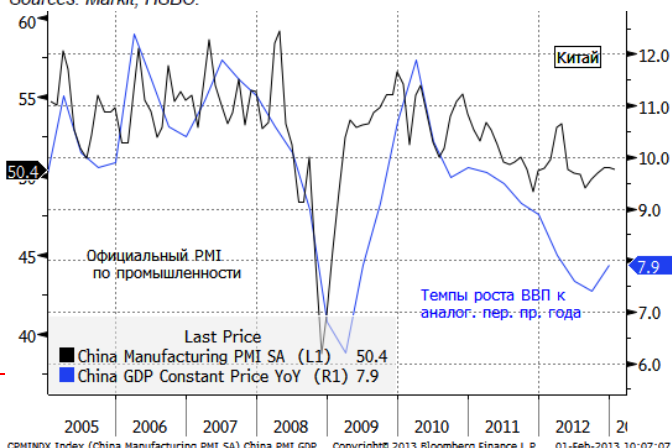
HSBC China Manufacturing PMI

50 = no change on previous month, S.Adj. Increasing rate of growth



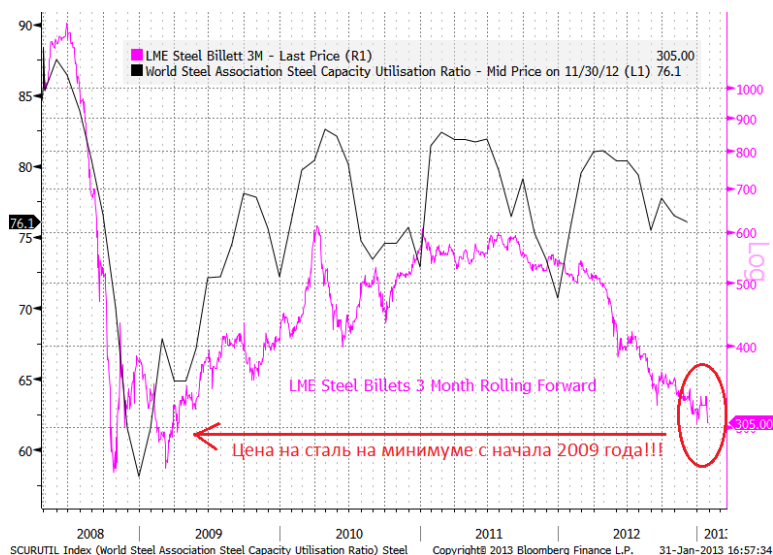
Increasing rate of contraction

Sources: Markit, HSBC.



3 тыс. компании (ранее 820), в то время как индекс от HSBC охватывает 400 предприятий. Причем фокус-группа официального индикатора - крупные компании, индекс Markit Economics/HSBC сфокусирован на малом и среднем бизнесе. Мы более склонны доверять официальной оценке, она более полно отражает состояние китайской производственной активности, но требует сезонной корректировки.

- График справа сравнивает использование мощностей по выплавке стали в мире (левая шкала) с ценами на сталь («чушки», правая шкала, логарифмическая), Цены на сталь находятся на минимуме с 2009 года. Черная металлургия находится в крайне сложной фазе. Поэтому мы пока стараемся **избегать покупки** компаний вроде НЛМК и ММК. Остаются вопросы – почему сталь так дешева и может ли это измениться.



- Несмотря на спад в металлургической отрасли, **«Норникель»** по итогам минувшего года сумел увеличить производство никеля, хоть и на скромные 2% до 300 тыс. т. Был отмечен почти пятикратный рост производства никеля в Австралии, правда на основные производственные единицы в России и Финляндии пришлось волна сокращения объемов. «Норникель» из-за сложной ситуации в отрасли сократил производство остальных металлов (меди, платины, палладия). Производственные результаты компании не стали сюрпризом для инвесторов при текущей мировой конъюнктуре. Руководство «Норникеля» прогнозирует более слабые финансовые показатели по сравнению с 2011 годом. Так по итогам года ожидается, что выручка упадет на 17% до \$11,8 млрд., прибыль компании сократится на 16,7% до \$3 млрд. Компания торгуется с P/E₂₀₁₂=12,7 при текущей капитализации ~\$38 млрд. Металлургическая отрасль продолжает оставаться в аутсайдерах во всем мире из-за замедления темпов роста в Китае и США и последствий европейского долгового кризиса.

Вчера появились сообщения о том, что «Норникель» готовит к продаже или закрытию единственный работающий рудник в Австралии **Lake Johnston**. Сумма сделки может составить \$150-200 млн. Продажа рудника связана, скорее всего, с убыточностью или неэффективностью работы рудника при текущих ценах на никель. Актив приобретался при ценах \$50 тыс. vs. текущих \$18,3 тыс. за тонну. Учитывая незначительный вклад рудника в производство «Норникеля» на уровне ~3%, продажа не окажет влияния на операционную деятельность компании. Полученный доход от продажи может быть направлен на дивиденды. Ожидаемая дивидендная доходность может составить 7%.



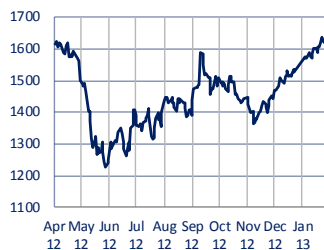
-
- **Сделка** по продаже «Верофарма» АФК «Системе» **сорвалась**. «Коммерсантъ» сообщает, что «Аптечная сеть 36,6», являющаяся владельцем контрольного пакета фармпроизводителя (51,8%), заморозила переговоры. Причиной стало несогласие покупателя с ценой, завышенной относительно текущих рыночных котировок. Кроме того, влияние на принятие подобного решения могло повлиять вероятное слияние «36,6» с сетью «А5» (см. обзор от 29 января 2013 г). Всего за пакет «Верофарма» владелец мог получить порядка 5 млрд. руб., что существенно снизило бы его немалую долговую нагрузку. Сейчас же при всех преимуществах владения высокорентабельным бизнесом на фоне операционно убыточного розничного сегмента, для слияния «36,6» необходимо будет что-то предпринять, чтобы снизить зависимость от долга, например, «найти третьего» как предлагал представитель «А5». В противном случае даже после объединения бизнес вряд ли сможет развиваться – уж слишком конкурентен рынок.
 - Обратим внимание на **медицину**. Извечно развивающийся российский рынок, как мы когда-то и предрекали, меняется. На первые места по уровню рентабельности и устойчивости развития выходят медицинские компании. Как отмечается в сегодняшней статье в «Ведомостях» этот бизнес рентабельнее «Газпрома». Показатель ROS по EBITDA сети «Медицина» в 2012 г. составил 42,5%, у MD Medical Group, владеющей сетью «Мать и дитя» – 44,4%. В среднем по отрасли показатели более скромные, на уровне 10-15%, т.е. примерно как у ГК «Медси» – в 2011 г. маржа по EBITDA была 15,6%. Однако отрасль растёт по 16% в год последние шесть лет и является относительно независимой от колебаний цен на сырьё в мире. Доступные же инвесторам компании пока очень небольшие и вероятно вырастут в разы, ведь рынок ещё далёк от насыщения.

Местное:

- В середине 2014 г. будет построен **второй «Айсберг»**. Нынешний собственник оригинального «Айсберга» планирует возвести ещё один торговый центр неподалёку. Планируется возвести 4 этажа, площадью порядка 11 тыс. кв. м. с подземной парковкой на 40 мест. Подготовительные работы – расчистка участка и подготовка сетей – уже начались.
- **«Уралхим»** создаёт единый административный офис для всех своих предприятий. Сначала объединённый центр обслуживания (ОЦО) будет заниматься бухгалтерией, финансами и информационными технологиями в отношении «Пермский минеральных удобрений» и «Азота», а затем и остальных предприятий группы. Данная мера должна позволить компании экономить до \$25 млн. в год, т.е. повысит операционную рентабельность на 1-2%.

Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



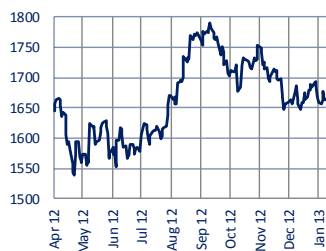
JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



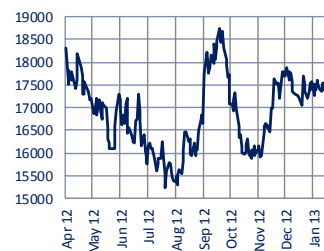
Золото, \$/Oz



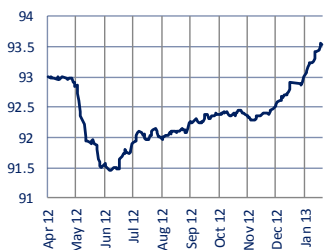
Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



Никель, \$/тонна



ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Монастырская, 15
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69
www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Чечулин Михаил Павлович
Генеральный директор
тел. (342) 210-59-91, cmr@pfc.ru

Тимофеев Дмитрий Вячеславович
Начальник аналитического отдела
тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Рахимов Денис Владимирович
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

Вельяминова Катерина Сергеевна
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 210-30-01, 293-36-31, velyaminova@pfc.ru

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.

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

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.