

Обзор рынков.

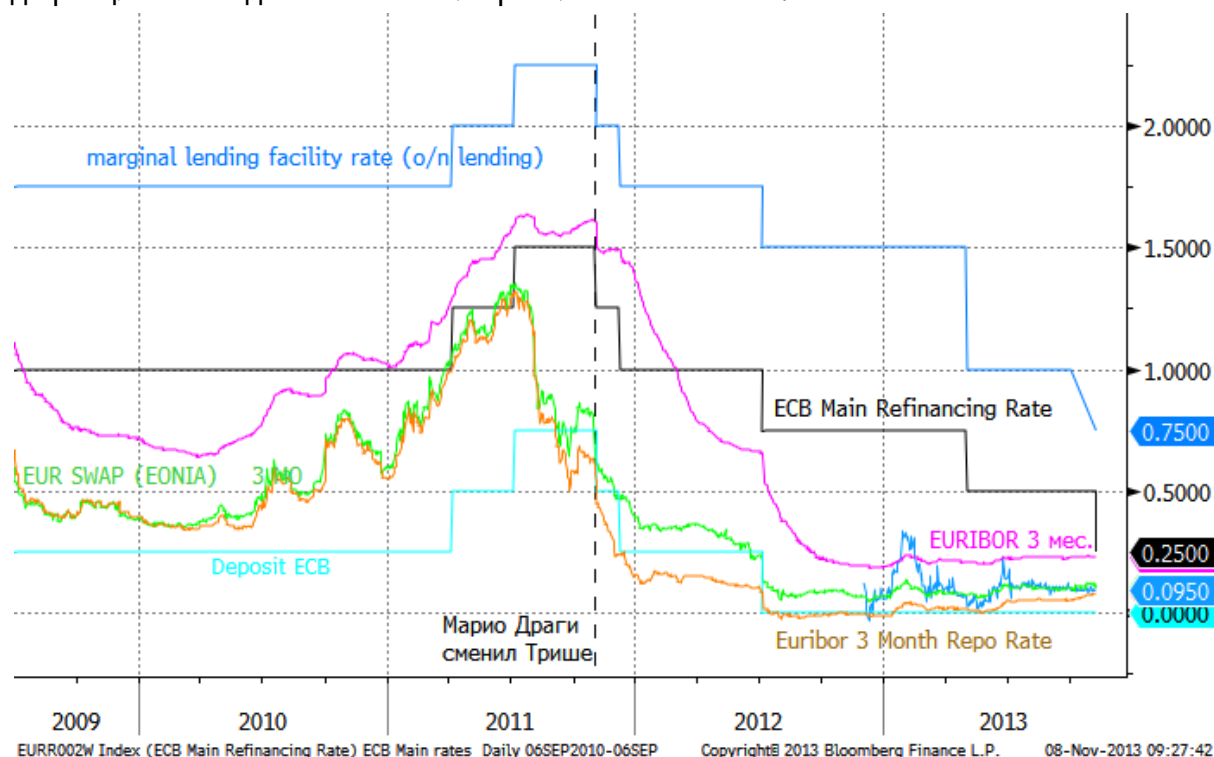
Пятница, 8 ноября 2013

- [ЕЦБ вчера неожиданно снизил ставку](#) с 0.5% до 0.25%. Причина: дефляционная угроза. Появляется шанс, что скоро ЕЦБ запустит свою версию QE.
- Это ненадолго поддержало рост. Но после того как появилась статистика США о неплохом росте экономики, акции пошли вниз. Данные говорят о том, что ФРС скоро будет сворачивать QE.
- ЦБ РФ изменяет регулирование. Ужесточится контроль активов и залогов. Будут введены дифференцированные нормы отчисления по страхованию вкладов. Также в РФ появится реестр системно-важных финансовых институтов, к которым будут применяться особые нормы регулирования.

Комментарий:

STOXX Europe 600 вчера почти не изменился, -0.01%, зато S&P 500 заметно снизился на 1.3%, это минимум с 21 октября. Индекс ММВБ +0.6%, но только потому, что закрылся когда мировые рынки непродолжительное время были в положительной фазе после решения ЕЦБ. Сегодня российские акции собираются открыться снижением, поскольку фьючерсы на S&P 500 и фьючерс на индекс РТС сейчас ниже примерно на 1.2% вчерашнего закрытия ММВБ.

Итак, вчера основным событием стало снижение ставки рефинансирования ЕЦБ. Разговоры об этом ходили, но не было ожиданий, что это случится прямо сейчас. Необходимость снижения стала очевидна после того, как сентябрьская инфляция опустилась до 0.7% (октябрьская выйдет через неделю, 15-го). Это ниже требований устава ЕЦБ "ниже, но близко к 2%" и это минимум с 2009 г., когда дефляция наблюдалась во многих развитых экономках.



Вчерашнее изменение ставки ЕЦБ не окажет прямого немедленного действия на монетарную политику Еврозоны, поскольку рыночные межбанковские ставки близки к нулю (см. РЕПО, EURIBOR на графике находятся около 0.1%). На пресс-конференции ЕЦБ Марио Драги сообщил о сохраняющемся “downward bias”, означающем возможность смягчения денежной политики дальше, что в текущих условиях может означать свой вариант QE. В Еврозоне эта политика проводится в форме [LTRO](#) (с помощью которых ЕЦБ временно сбил накал долгового кризиса на рубеже 2011-2012 гг.). Но пока определенности нет, [аналитики строят очень разные догадки](#), какую форму может принять денежная политика. Ясно одно, что ЕЦБ начал занимать более “рефляционную” политику. Также ясно, что низкие, нулевые ставки в Еврозоне останутся надолго, примерно до 2016 года. Политика аскетичности и сокращения дефицитов бюджета должна надолго оставить Еврозону в состоянии депрессивной экономики.

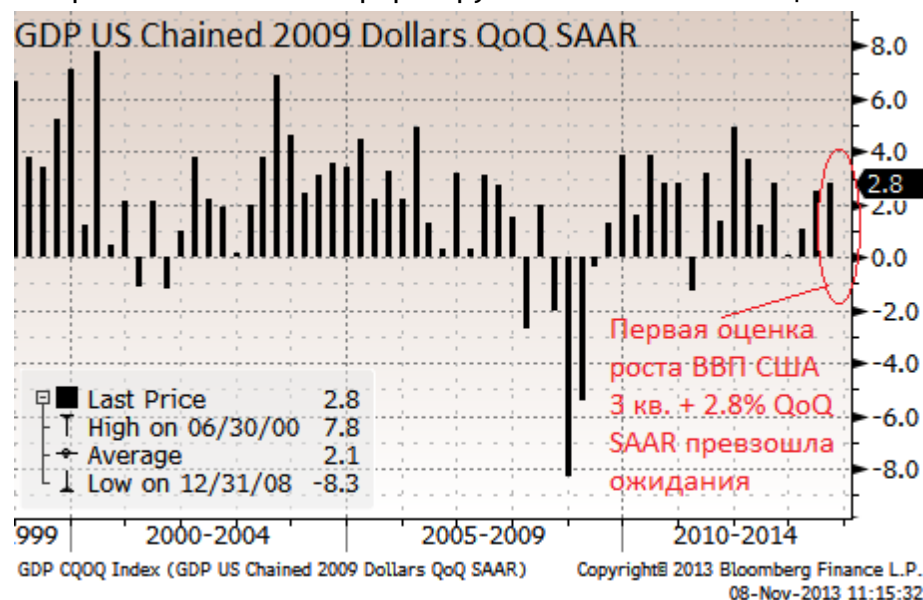


Считается, что монетарная политика ЕЦБ должна повлиять на курс евро, который снижался вчера до 1.33 (сейчас 1.34 доллара/евро) притом, что в конце октября был выше 1.38.

Разница в ожидаемых ставках еврозоны и США оказывала заметное влияние на курс (см. график, где ожидаемые ставки измеряются 2-х летними свопами, черная линия - это их разница). Ставки являются функцией от состояния экономики - лучше растущая экономика означает большие ставки и больший курс валюты. Правда сейчас ставки в зоне евро и долларовой зоне находятся на нулевых значениях и есть понимание, что зона евро будет оставаться слабой гораздо дольше. А это означает относительно более высокий курс доллара.

Парадоксальность момента в том, что хорошие новости вызывают падение рынка, а плохие - рост. Вчера в США вышли данные о неплохом росте экономики. Первая оценка роста ВВП США 3 кв. + 2.8% QoQ SAAR превзошла ожидания аналитиков и больше цифры роста 2-го квартала +2.5%. Правда, рост не совсем натуральный -

заметное влияние оказало повышение уровня запасов (нераспроданные товары), которые статистики интерпретируют как часть инвестиций.



Хороший рост экономики говорит о том, что Бернанке пойдет на “tapering” скорее раньше, чем позже. Новость о снижении ставки ЕЦБ вчера была в 18-45 пермского времени, а публикация ВВП США в 19-30 по Перми. Так что оптимизм на рынках акций длился только 45 минут.

Разное:

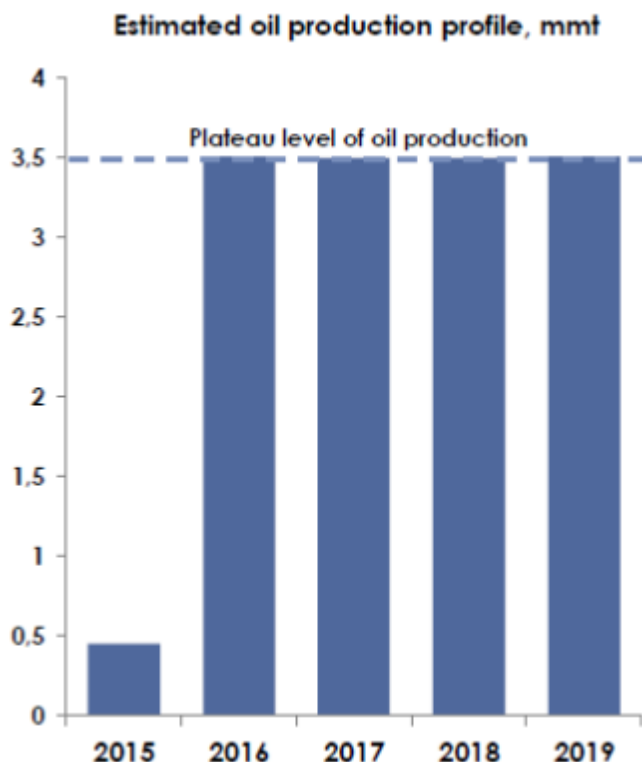
- Ряд новостей о банковском регулировании. Вчера первый зампред Центробанка Алексей Симановский сделал много заявлений:
 - Россия присоединится к американскому соглашению о налогообложении иностранных счетов FATCA [в установленные сроки](#) и будут передавать сведения об американских гражданах в налоговую службу США (IRS). Отказ от присоединения мог бы означать удержание американскими банками до 30% в виде налога при платежах, проводимых через американскую банковскую систему.
 - “Ведомости” [со ссылкой на Симановского](#) сообщают, что Центробанк будет дифференцировать платежи в систему страхования вкладов (АСВ) в зависимости от устойчивости. Будет применяться американская разработка “CAMELS-рейтинг” [аббревиатура от (C)apital adequacy, (A)ssets, (M)anagement Capability, (E)arnings, (L)iquidity (also called asset liability management), (S)ensitivity, см. en.wikipedia.org/wiki/CAMELS_rating_system]. Сейчас все банки платят 0.1% от вклада физлица АСВ. Внедрение методики должно совпасть с повышением порога страхования с 700 тыс. до 1 млн. рублей.
 - Еще одна новация, о которой также пишут “Ведомости” - в России в конце года появится перечень системно-важных банковских организаций. SIFI - wikipedia.org/wiki/Systemically_important_financial_institution. Сообщается, что пересмотр таких организаций по международной

практике проводится раз в год и для надзора за ними будет создан специальный департамент в Центробанке.

Россия движется в сторону внедрения регулирования банков “Базель-III”, в котором предусмотрена надбавка к требованиям достаточности капиталов SIFI на уровне 2.5%. То есть “Сбербанк” в обозримой перспективе должен будет иметь больший порог достаточности, чем, скажем, “Экопромбанк”. Такой “штраф” преследует две цели: 1) Разукрупнение больших институтов рыночными методами 2) Снижение нагрузки для налогоплательщиков во время кризисов, поскольку SIFI неизбежно спасаются бюджетом, чтобы финансовый кризис и экономический спад не превратился в новую Великую Депрессию.



















- [“Коммерсант” со ссылкой на Симановского сообщает](#) о том, что в ближайшем времени начнётся борьба с завышением банками стоимости залогов и перешедшего после неплатежей на баланс имущества. Претензии выдвигаются к оценщикам, которые в разы завышали цены активов, что позволяло банкам “рисовать” нужные балансы. Проблема немаленькая по масштабу, поскольку на 1 октября стоимость недвижимого имущества в залогах банков составляла 24.6 трлн. рублей, это примерно половина от [совокупных активов банков](#), составляющих 53.9 трлн. рублей. (проблема качества активов стоит в любой банковской системе, например [ЕЦБ в октябре запустил программу “AQR”](#) - Asset Quality Review)

- **Новые правила для развития связи 4G.** Правительство хочет обязать операторов, получивших лицензии LTE, построить сети в малонаселенных городах. Речь идет о численности населения более 500-1000 жителей. Это повлечет за собой существенные издержки для операторов. Причем новое обязательное условие будет касаться новых и переоформляемых лицензий, то есть на операторов «большой тройки» это нововведение не будет распространяться. «Tele2 Россия» уже получит обременение, что ставит операторов в неравные условия. Согласно предварительной оценке операторов «большой четверки», покрытие сетями связи населенных пунктов от 500 чел. обойдется в более, чем \$5,5 млрд. Инвестиционная привлекательность проектов по развитию связи четвертого поколения с новыми условиями явно снизится и требуется активное включение государства.
- **Независимый производитель газа «НОВАТЭК» решил поменять диспозицию на рынке нефти.** Компания собирается запустить свое первое нефтяное месторождение Ярудейское уже в 2015 году. [Из графика](#) ниже видно, что «НОВАТЭК» планирует выйти на ежегодную добычу нефти с 2016 г. на уровне 3,5 млн. т., которые сохранит в течение 4-х лет. Одновременно с этим месторождением компания начнет получать нефть от «Северэнергии» (доля в компании и добыче 25,5%) порядка 1,5 млн. т. в год. В целом к 2017 г. «НОВАТЭК» сможет поставлять на рынок около 5 млн. т. нефти, что составляет 33% добычи «Башнефти».

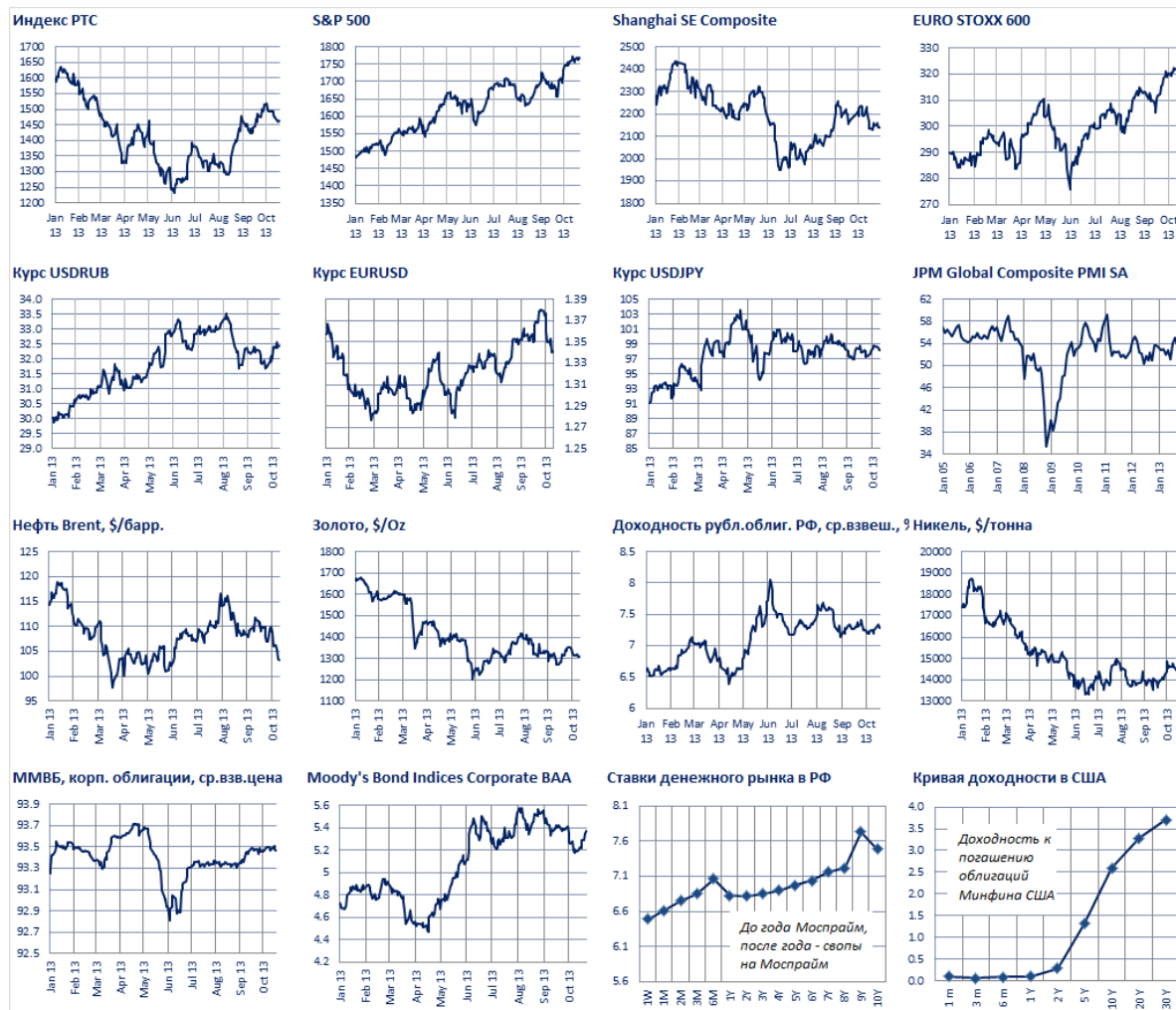


- Лондонская биржа металлов (LME) увеличит поставки алюминия.** 1 ноября было принято решение об увеличении отгрузок со складов биржи в 1,5 раза, если срок в очереди на отгрузку составляет более 50 дней. Сейчас среднее время ожидания составляет 18 месяцев. При этом на складах скопилось около 12 млн. т. алюминия при годовом производстве в мире около 40 млн. т. Премия, которую платит покупатель за мгновенную отгрузку, составляет сейчас \$245 за т. или около 14% к спотовой цене. При новых правилах она может упасть до \$150-200 за т. Частично это негативно повлияет на показатели UC Rusal, однако мы не думаем, что существенно - сейчас в мире активно выводятся избыточные мощности, а отгрузка в основном происходит в текущем режиме, без уплаты премии.
- Вчера был первый день торгов на NYSE “Твиттера” после IPO.** Цена закрытия \$44.9 за акцию по сравнению с ценой продажи в \$26, это +73%. Капитализация \$25 млрд., при выручке (30 сент. 2013 г. ТТМ) в \$0.5 млрд. Прибыли пока не было.



In Millions	FY 2014 Est	FY 2013 Est	Current/LTM	FY 2012	FY 2011	FY 2010
12 Months Ending	2014-12-31	2013-12-31	2013-09-30	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
 Market Capitalization			24,989.04	--	--	--
 - Cash & Equivalents			321.08	424.86	549.54	--
 + Preferred & Other			872.54	872.54	835.12	--
 + Total Debt			160.48	114.57	43.80	--
 Enterprise Value			25,700.98	--	--	--
 Revenue	1,140.60	640.20	534.46	316.93	106.31	28.28
 Growth %, YoY	78.16	102.00	117.36	198.11	275.96	--
 Gross Profit	771.54	418.78	343.48	188.17	44.51	-14.89
 Margin %	67.64	65.41	64.27	59.37	41.87	-52.66
 EBITDA	199.51	56.58	-36.26	-4.58	-103.22	-57.12
 Margin %	17.49	8.84	-6.78	-1.44	-97.09	-201.98
 Net Income Before XO	-17.68	-49.66	-142.56	-79.40	-128.30	-67.32
 Margin %	-1.55	-7.76	-26.67	-25.05	-120.68	-238.08
 Adjusted EPS	-0.01	-0.17		--	--	--
 Growth %, YoY	96.36			--	--	--
 Cash from Operations				-27.94	-70.60	-48.74
 Capital Expenditures	-264.50	-162.70		-50.60	-11.55	-5.69
 Free Cash Flow				-78.53	-82.14	-54.43

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.