

Обзор рынков.

Пятница, 13 сентября 2013

- Мировые фондовые рынки в ожидании решений ФРС о программе стимулирования и развязки вопроса с Сирией.
- “Башнефть” рассматривает возможность листинга на Лондонской бирже.

Комментарий:

Вчера на мировых рынках прошла коррекция. Индекс S&P 500 снизился на 0.3% по итогам торгового дня. Европейский Stoxx Europe 600 практически не изменился -0,05%. Индекс ММВБ показал -0,27%. Рубль немного откатился, сейчас торгуется вблизи 32,73 руб./\$. Значимых событий вчера не произошло, инвесторы в ожидании решений ФРС в отношении сворачивания QE.

Ситуация вокруг Сирии может успокоиться на удивление быстро. Вчера в Женеве начались переговоры между министрами иностранных дел США и России. Опуская подробности, скажем, что похоже, что обе стороны заинтересованы в урегулировании возможного конфликта. Для США очередная война, пусть она даже будет выигрышной, может обойтись слишком дорого. Вчера в статье “Блумберг” высказывалось мнение, что престиж В.Путина, который он неожиданно получил, выступая как миротворец, будет потерян, если переговоры лишь позволят Сирии тянуть время. Это не позволит ему отступить в переговорах. Дипломатический манёвр был назван “гамбитом Путина”. Пока что в рамках переговоров в Женеве российская сторона предлагает Сирии присоединиться к Конвенции и организации по запрещению химического оружия (ОЗХО), раскрыть места хранения оружия и совместно с инспекторами ОЗХО выбрать способ его уничтожения. С последним опять же может помочь Россия, предоставив свои заводы для этой цели. Только что стало известно, что Сирия присоединилась к Конвенции, выслал документы генсеку ООН Пан Ги Муну и обязавшись соблюдать её правила до момента, когда она начнёт действовать в отношении страны.

Сегодня Блумберг опубликовал результаты глобального опроса более 900 своих подписчиков. По данным опроса выяснилось, что страны БРИК представляют наихудшие возможности для инвестирования, по мнению большинства опрошенных. Настроения респондентов совпадают с недавним докладом МВФ о том, что рост мировой экономики будет обеспечен развитыми экономиками, в то время как развивающиеся рынки растеряли свой потенциал.

Among the following, which ONE or TWO markets will offer investors the BEST opportunities over the next year? (Rotate list. Multiple responses accepted, so total may exceed 100%.)

The United States	The United Kingdom	The European Union	Japan	Brazil	Russia	India	China	None of these	Have no idea
51	12	34	26	10	6	11	14	4	3

Which ONE or TWO markets will offer investors the WORST opportunities over the next year? (Multiple responses accepted, so total may exceed 100%.)

The United States	The United Kingdom	The European Union	Japan	Brazil	Russia	India	China	None of these	Have no idea
9	6	18	11	25	24	35	23	3	7

Наиболее привлекательным активом в контексте доходности в следующем году респонденты считают акции, наихудшим - облигации. Эра нулевых ставок заканчивается, облигации становятся менее доходным активом.

What asset class do you think offers the HIGHEST RETURN over the next year?

Stocks	Commodities	Real estate	Bonds	Currencies	Gold	Have no idea
52	9	16	4	9	6	4

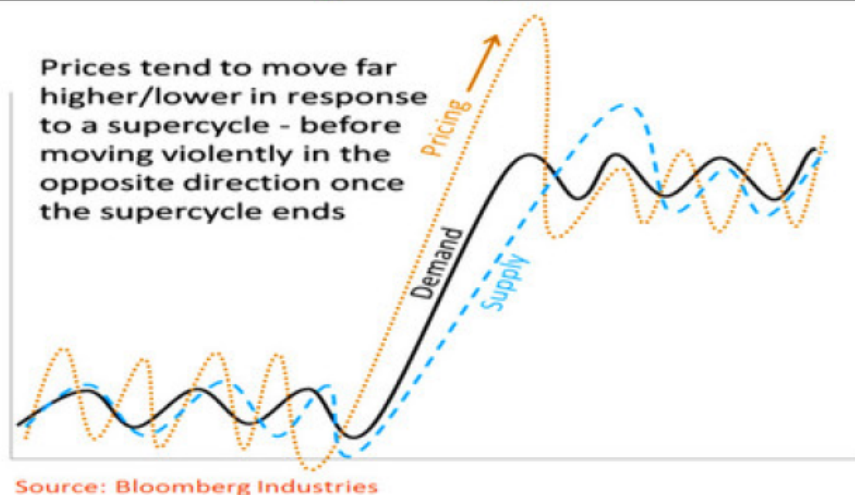
What asset class do you think will have the WORST RETURN over the next year?

Stocks	Commodities	Real estate	Bonds	Currencies	Gold	Have no idea
9	9	7	48	5	19	3

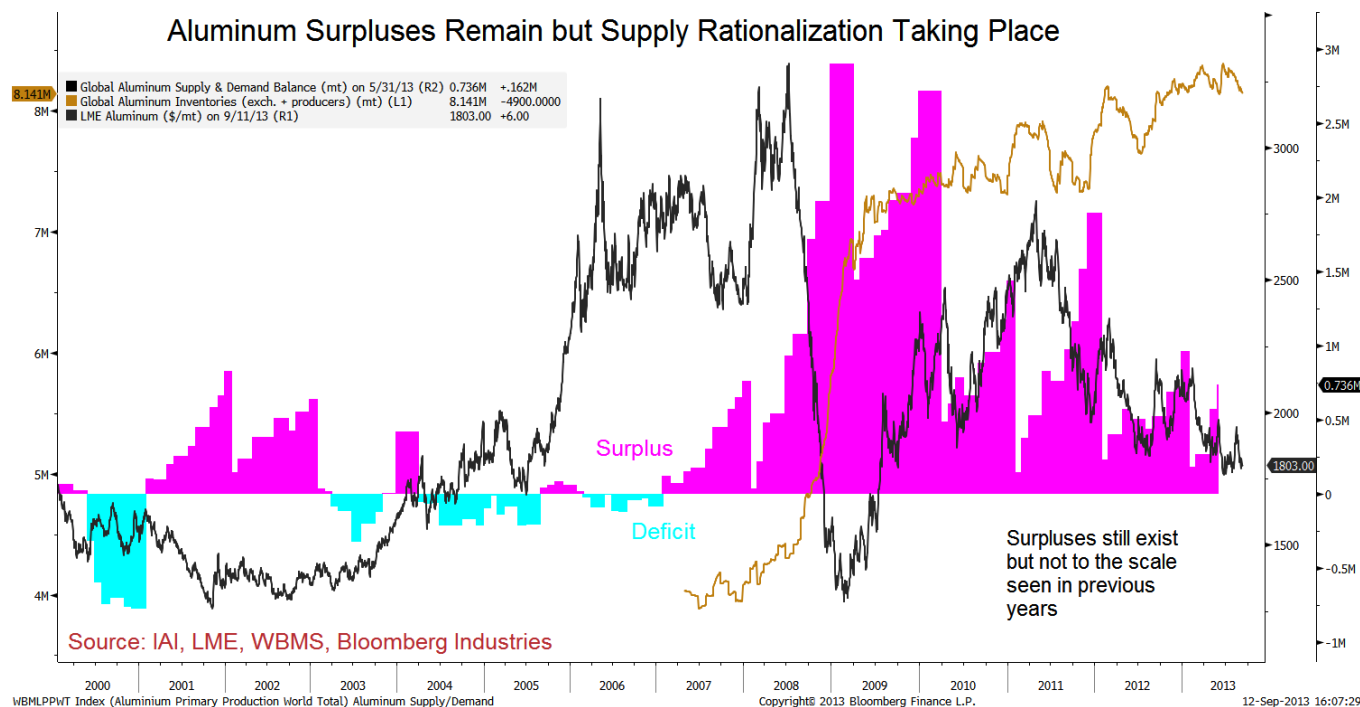
Разное:

- При наличии дисбалансов спроса и предложения компании, инвестируя в отрасль с высокими ценами, часто оказываются в ситуации переизбытка (overshooting) мощностей. Подобный вариант показан ниже. Цены при этом снижаются также избыточно, после чего самые неэффективные (читай с самой высокой себестоимостью) мощности выводятся из оборота и цены выравниваются. В случае спокойной обстановки в отрасли они должны стабилизироваться на уровне самого маржинального, т.е. самого затратного производителя.

Supercycles



Подобный вариант сейчас наблюдается на рынке металлов, который страдает от “овершутинга” после замедления сырьевого суперцикла. Например возьмём данные по рынку алюминия (рис. ниже). После достижения пика в \$3300 за т. перед кризисом, цены в посткризисный период смогли достичь уровня в \$2800 за т., что примерно соответствует уровню маржинального производителя. Восстановившиеся цены позволили закончить проекты, запущенные до 2008 г., что создало избыточное предложение на рынке. Стоит отметить, что такая ситуация закономерна, поскольку рецессия всегда наступает неожиданно и всегда нарушает планы компаний, в результате чего они оказываются в состоянии, когда долги под проекты уже взяты, а запустить их не удаётся из-за сжатия ликвидности в финансовом секторе и низких цен на продукцию.



Опять же, говоря про рынок алюминия, видно, что существенный избыток (surplus, обозначено на графике розовым) постепенно сходит на нет за счёт вывода из строя неэффективных мощностей. Всего к концу 2014 г. планируется снизить выпуск на 3,2 млн. т. или около 7% мирового производства, что много. Планы по отдельным компаниям представлены ниже:

Aluminum Capacity Cuts

[Click to view Entire Table](#)

Company/Smelter	Annual Capacity (ktpa)	Actual production lost
Post 2012/ Upcomming		
Alcoa (Inc Baie Comeau)	460	
Alcoa (Baie comeau)	400	105
Rusal	300	
Rusal- Alcon Nigeria	193	9.4
Al Corp of China (CHALCO)	380	
Aluminij Mostar- Bosnia	160	
Nalco	400	100
Century Aluminium	170	
Rio Tinto (Shawinigan)	100	81
Rio Tinto (Arvida)	176	176
CHINA (M.I.I.T)	900	
Prior to 2013		
Alcoa - Portovesme	150	150
Alcoa - Aviles	93	46.5
Alcoa- La Coruna	87	47.5
Alcoa- Tennessee, Texas	291	0
Norsk Hydro- Kurri Kurri (1)	180	60

Sources: Company Reports, News Filings, Bloomberg Industries

Идущая сейчас работа алюминиевых компаний по снижению себестоимости должна понизить кривую издержек (она же кривая предложения), что вернёт цены к уровню маржинального производителя. Точно сказать какими они будут сложно,

зависит от того насколько эффективными станут оставшиеся производители, но вероятно это будет уровень около \$2200-2300 за т.

Котировки алюминиевых компаний следуют за ценами на алюминий (график ниже). Больше всех потерял “Русал”, возможно сказывается асексуальность российского рынка, а может значительная долговая нагрузка и важный для отрасли рост тарифов на электроэнергию. Тем не менее, мы планируем, что при уравнивании спроса и предложения на рынке котировки окажутся сильно недооценёнными. И фаза роста мировой экономики, которая придёт как раз на это время, подстегнёт цены к росту.



“Русал” по его данным находится ниже середины кривой издержек, что позволит ему получать неплохую прибыль (график ниже). Здесь представлены затраты C1, т.е. затраты на операционную деятельность, не считая амортизации, процентных и нерегулярных расходов. Точно рассчитать прибыль “Русала” при выравнивании цен довольно сложно - кривая издержек непостоянна во времени, оценивается каждый год, поэтому и размер маржи нестабилен. Кроме того, компания закрывает сейчас ряд неэффективных производств, а производит не только первичный алюминий, да и дивиденды, получаемые от пакета “Норникеля” существенны. Но, если считать, что цена установится на уровне примерно в \$2250 за т., а издержки компании около \$1800 за т. + \$60 за т. амортизация, то операционная прибыль составит среднесрочно (после стабилизации цен) порядка \$1,6 млрд. Ещё около \$800 млн. добавят дивиденды “Норникеля” (считается, что правильнее оценивать непрофильные активы отдельно, а потом добавлять стоимость, но на практике получается, что в этом случае в итоговый вариант может закрасться двойная ошибка прогнозирования - по операционной деятельности и по непрофильной). Процентные выплаты составляют также порядка \$800 млн. После налогов компания будет иметь около \$1,3 млрд. Исходя из мультипликатора P/E=6 компания должна стоить \$7.8 млрд., при P/E=8 капитализация будет \$10,4 млрд. Сейчас компания

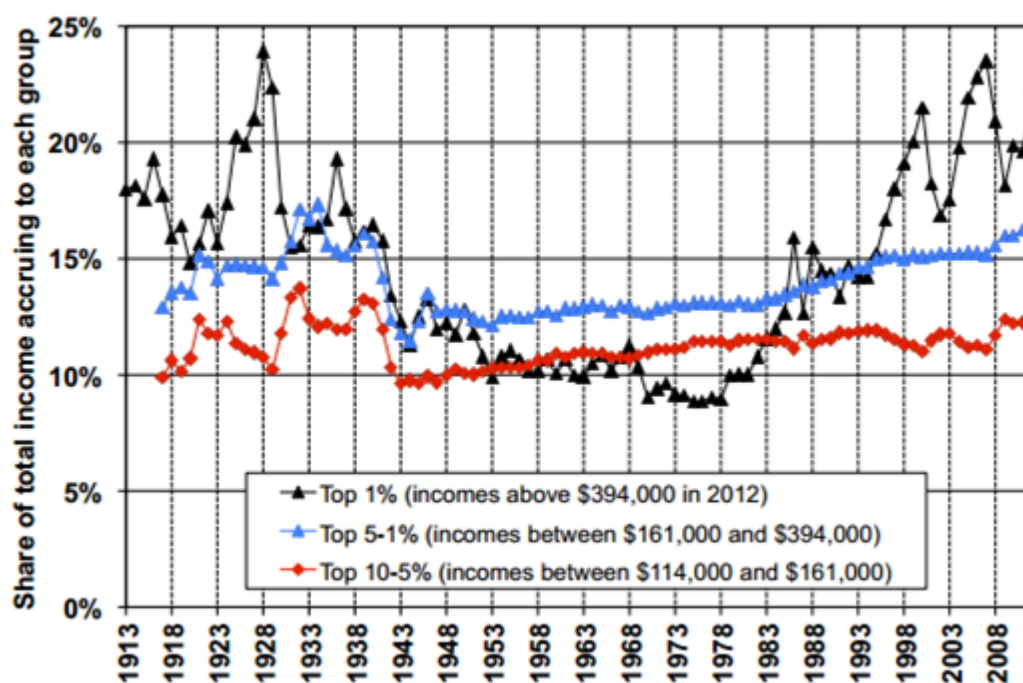
стоит \$4,7 млрд. Соответственно недооценка составляет от 65 до 120%. Мы считаем, что инвестиции в “Русал” или другие алюминиевые компании сейчас оправданы. Главное следить за уровнем долга, который у компании находится на высоком уровне (около \$10 млрд. чистого долга или при нынешних показателях $\text{Долг/EBITDA}=8.3$), чтобы не было дефолта.



- **Продолжает поступать информация о новой стратегии “Норникеля”,** прекращение конфликта акционеров даёт свои плоды. Вчера мы писали о том, что компания намерена избавиться от иностранных активов и сосредоточиться на более рентабельных. Сегодня “Коммерсант” сообщает, что “Норникель” сконцентрируется на “первоклассных” активах, т.е. приносящих не менее \$1 млрд. выручки в год, имеющих рентабельность по EBITDA не менее 40% и количество рентабельных запасов достаточных для работы в течение 20 лет. Сейчас к ним относятся запольные активы, должны войти в этот перечень Кольская ГМК и Читинский проект в Забайкалье. Важным изменением в стратегии является и то, что компания больше не будет иметь вертикальную интеграцию в качестве приоритета. Она намерена продавать также медный концентрат и файнштейн (промежуточный продукт передела меди и никеля). Спрос на данную продукцию есть в Китае. Хотя данные полуфабрикаты имеют более низкую рентабельность, они позволяют быстрее окупать вложения. Также “Норникель” хочет увеличить в выручке долю металлов платиновой группы и меди (сейчас 29 и 25% соответственно). Железорудные и угольные активы планируется продать. Первые конкретные цифры появятся в начале IV квартала, окончательный вариант расчётов по стратегии будет представлен к апрелю 2014 г.
- **«Богатые становятся богаче»**, так звучит заголовок недавней статьи в The Economist, в основе которой лежит [исследование](#) экономиста Emmanuel Saez из Калифорнийского университета в Беркли. Неравенство доходов среди населения существенно увеличилось за последнее время. Если вспомнить послевоенную американскую историю, то апогей равномерного распределения доходов между гражданами был достигнут при Ф. Рузвельте и его «Новом курсе». Этот период

(1920-1950 гг.) озаменован как «великое сжатие». Благодаря безумному росту налогов на прибыль компаний и доходы (налог был повышен аж до 91%) произошло сокращение разрыва доходов между богатыми и трудящимися классами. Но после подписания Акта о гражданских правах 1964 г. бремя социального обеспечения стали нести не только богатые, но и средний класс, расовая ориентированность соцпрограмм подорвала доверие власти. Следствием этого стал тот факт, что подписанием акта либералы, можно сказать, подарили республиканцам Юг в качестве своих избирателей (П. Кругман «Кредо либерала»). Средний класс начал постепенно разрушаться, что в купе со снижением налогов на богатых с приходом республиканца Рейгана в 80-м году это усилило дифференциацию между доходами населения, возрастающую по сей день.

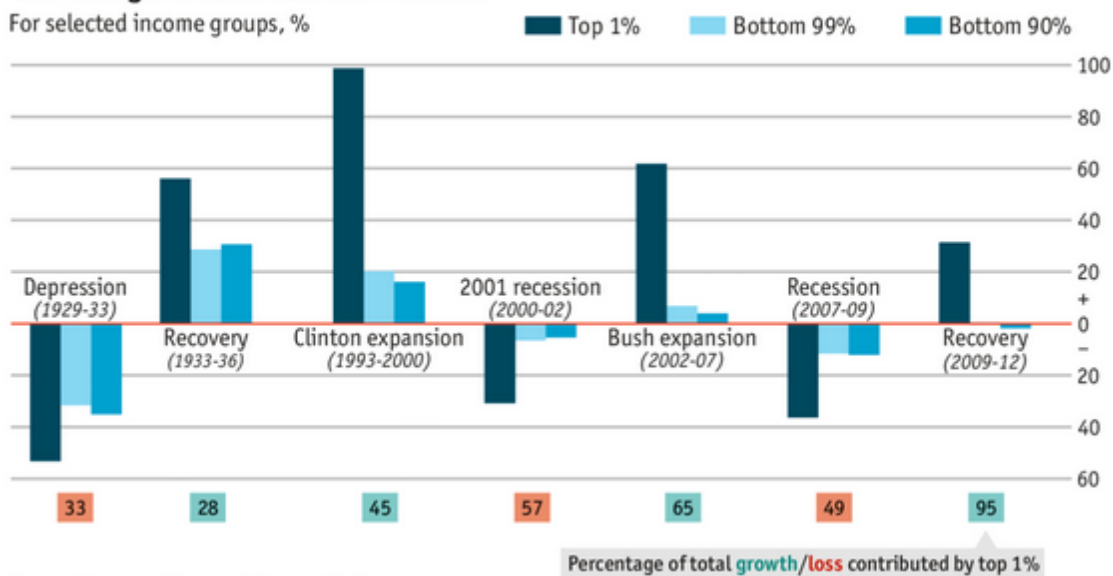
Обращаясь к графику, нетрудно заметить, что во время восстановления и роста американской экономики большую часть одеяла на себя перетягивает верхушка общества. Правда большие потери во время кризисов также несут верхние слои населения. Например, в период с 1993 по 2012 гг. рост реальных доходов нижних 99% населения составил 6,6%, в то время как верхний 1% (с доходом выше \$394 тыс.) слой населения имел 86%-ый рост доходов со среднегодовой ставкой 3,3%.



Но более ярким доказательством пика неравенства будет служить следующая статистика: если во время восстановления экономики 1933-1936 гг. доля роста национального дохода, приходящегося на верхушку общества (1%), составляла 28%, то за период 2009-2012 она возросла до 95%!!! С приходом демократа Б. Обамы экономическое неравенство только усилилось.

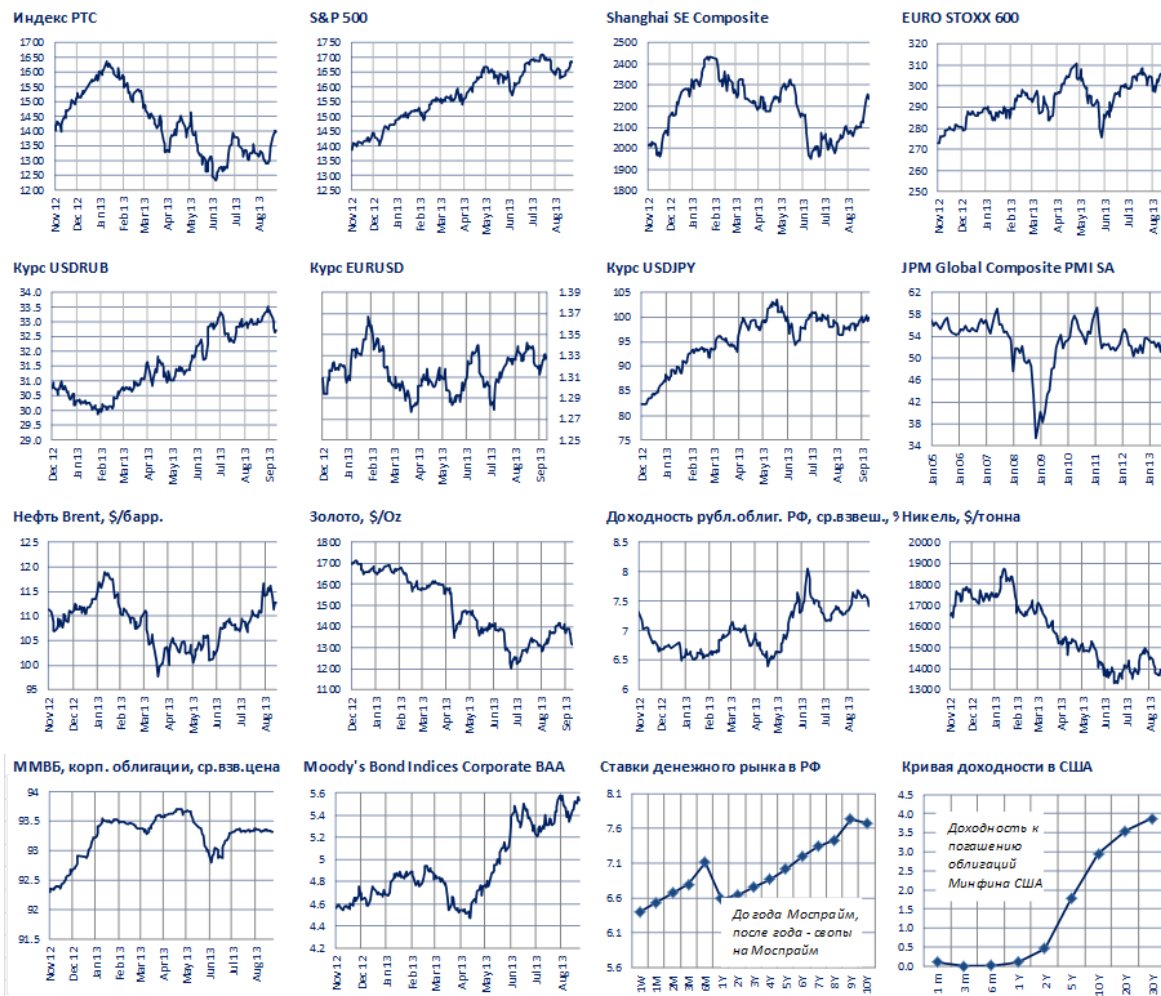
The change in real American income

For selected income groups, %



Source: Emmanuel Saez and Thomas Piketty

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.

Дисклеймер

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.