



### Вкратце:

- Индекс ММВБ в пятницу показал минимальные значения в 2013 году. Штаты в понедельник не торгуют, активность сегодня упадет.
- Промышленное производство РФ в январе ушло в минус 0.8% YoY, впервые с 2009. Паниковать рано, похоже на разовые факторы, однако торможение экономики налицо. Замедление - предвестник падающей инфляции и последующего снижения ставок ЦБ РФ.
- Завершено IPO «Московской биржи» по минимальной границе 55 руб./акц., привлечено \$0.5 млрд., капитализация \$4.2 млрд. P/E\_2011=17.5. Основной спрос от China Investment Corp. и РФПИ.
- В правительстве решают, что делать с электроэнергетикой. Минэнерго должно подготовить до конца февраля «обновлённую модель» энергорынка, и решить, что делать с «Российскими сетями» (это «Холдинг МРСК» в который передадут «ФСК»). Появляется вероятность хороших новостей, на фоне уныния и случившегося обвала котировок в 2010-2012 гг.

#### Ликвидные акции на ММВБ

Аэрофлот (58.7)	3.0%
Татнефть Зап (111.68)	1.8%
Транснефть (69400)	0.8%
Сургутнефтегаз-п (22.781)	0.8%
Севст-ао (368.6)	0.8%
МТС-ао (264.92)	0.6%
ОГК-5 ао (1.67)	0.5%
ММК (10.289)	0.2%
Магнит ао (5833.4)	0.2%
Газпромнефть (144)	0.2%
Ураллий-ао (231.57)	0.2%
Ростел -ап (90.55)	0.1%
ГАЗПРОМ ао (133.99)	-0.2%
Татнефть Зао (216.51)	-0.2%
ЛУКОЙЛ (1999.6)	-0.3%
Новатэк ао (329.83)	-0.3%
Сургутнефтегаз (30.396)	-0.4%
Система ао (26.7)	-0.6%
ПолюсЗолот (1139)	-0.7%
ВТБ ао (0.05599)	-0.9%
Ростел -ао (117.9)	-1.0%
РусГидро (0.7137)	-1.3%
Роснефть (255.07)	-1.5%
Сбербанк-п (76.3)	-1.8%
ГМКНорник (5550)	-2.2%
ФСК ЕЭС ао (0.20086)	-2.3%
Сбербанк (105.08)	-2.4%

### Развернуто:

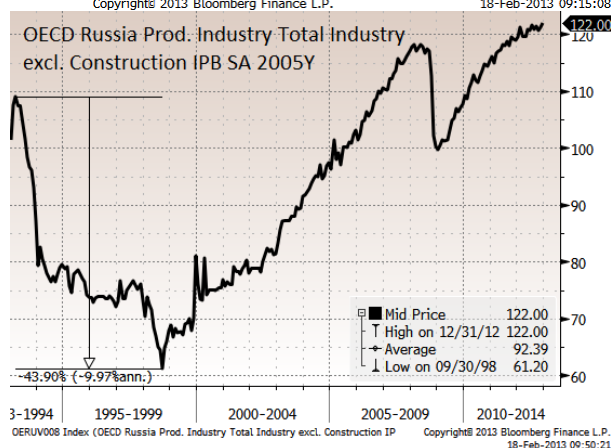
На мировых рынках пятница закончилась почти без движений - S&P 500 и Bloomberg European 500 показали минус 0.1%. Сегодня в Штатах выходной – День президента. Рубль в районе на 30.1/\$ почти месяц, Brent \$117.7

Зато подкачали российские акции, продолжающие ползти вниз. В 2013 году был рывок вверх, +6% (см. график справа), откуда акции откатились на 3.7%. Общий вердикт таков:

1) Российские акции не модные, точнее, не модной является их «сердцевина» - нефтегаз. Это выражается в заметном отставании в восстановлении от минимумов и низких мультипликаторах (P/E ЛУКОЙЛа = 5.5, тогда как у ConocoPhillips - 9.4, а у Petroleo Brasileiro - 10).

2) Это отставание приобрело хронический характер, и будет сохраняться еще долго. Мы продолжаем ожидать восстановления котировок после кризиса, но вряд ли движение будет слишком быстрым.

3) Сложно выделить причины, по которым происходит отставание. Любой рыночный феномен всегда можно объяснить с рациональной точки зрения (типа: «плохая политика Путина»). И с иррациональной точки зрения



(отсутствие «моды», как писали выше).

Наиболее вероятно, что присутствуют обе компоненты. Есть «истинные» причины для отставания и есть конъюнктурный момент. Но если предположить влияние эмоций и иррациональности, то можно признавать неочененность и то, что когда-то она устранилась.

Но послед этого остается проблема – когда это случится. Бо́льшая часть капитала (почти весь?) на фондовом рынке краткосрочна. Управляющих оценивают поквартально, ежегодно, в лучшем случае – 3 года. Даже если вы управляете «длинными» пенсионными деньгами, вас все равно контролируют краткосрочно.

«Андепеформанс» (underperformance отставание от бенчмарка) может стоить работы. Россия с ее обвальным падением и медленным ростом – большая проблема для глобальных инвесторов. Именно они доминируют на российском рынке и определяют цены. Так возникает порочный круг – одни не покупают, потому, что вторые не покупают, отставание становится устойчивым.

Самое интересное, что мода может вернуться, и андепеформанс сменится аутперформансом (outperformance), и тогда покупки одних будут привлекать покупки других. Такое уже случалось с российскими акциями в 1995-1997 гг., затем в 2003-2007 гг.

Но предсказать такое поведение глобальных инвесторов крайне сложно, оно похоже на попытку предсказать где и когда возникнет следующий пузырь, поскольку механизм быстрого роста везде одинаков.

Мы ожидаем, что в 2013 году российский рынок покажет неплохой прирост. Дадим цифру +20%, чтобы быть конкретными. Но все подобные прогнозы условны, и очевидно, что рост не будет проходить по прямой.

В России «длинные» пенсионные деньги являются самыми краткосрочными. Их срочность равна одному году.

Закон требует безубыточности («возвратности» и «сохранности») на ежегодной основе. Закон создает опцион – минус остается на управляющих, плюс остается в портфеле. То есть управляющие и НПФ должны компенсировать текущие «минуса» из собственного капитала.

Поэтому формально длинные пенсионные деньги в России преимущественно вкладываются в короткие облигации и депозиты, жертвуя возможным долгосрочным ростом фондового рынка. Управляющие пенсионными деньгами в РФ вряд ли будут активно инвестировать в «кредитные риски» (корпораты) или в «премию за неликвидность» или делать ставки на «длинный конец» облигаций (где есть процентный риск).

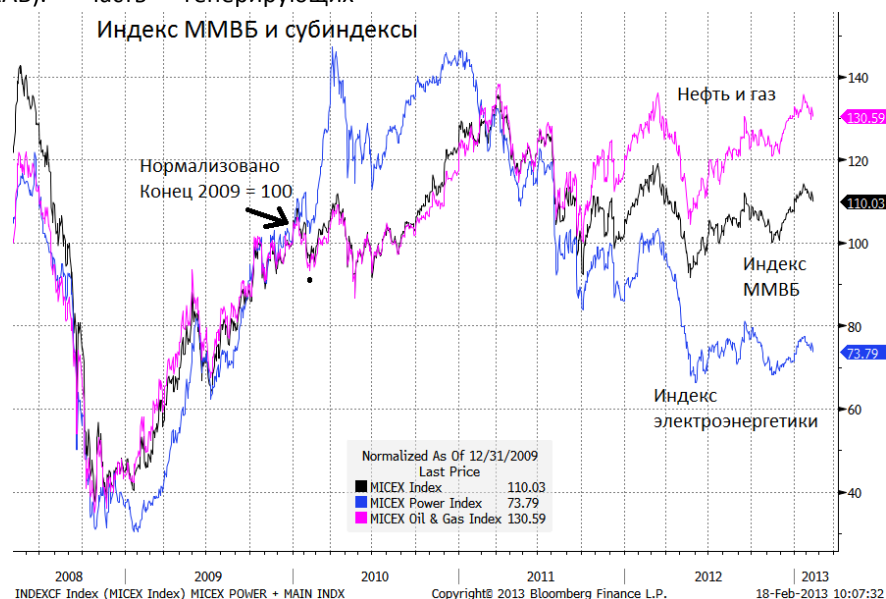
## Разное:

- Вполне возможно, правительство как-то решит изменить судьбу электроэнергетики. Ее история выглядит так. В 1990-е после краха СССР спрос на электроэнергию резко упал, мощности стали избыточными. Это была эпоха дешевого электричества, его цены только покрывали издержки на производство и транспорт. Нет прибыли – нет развития, поскольку нечего инвестировать. Плюс, на это налагалось кросс-субсидирование (дешевое электричество для населения, дорогое для промышленности).

В 2000-е с ростом экономики потребление возросло, и А.Чубайс начал пугать тем, что выбывающие мощности не смогут обеспечить растущий спрос. Он даже рисовал график, показывающий как будут пересекаться спрос и предложение, и где-то в текущем десятилетии должен был последовать электрический апокалипсис. Это называлось «крест Чубайса».

Путин и его правительство были настроены про-либерально, и запустили реформу. Она предполагала свободный рынок, где цены генерации устанавливаются спросом и предложением, плюс передача электроэнергии проходила бы по сетям со «справедливыми» тарифами (RAB). Часть генерирующих мощностей была продана иностранцам, часть – российскому бизнесу. Инвесторы покупали сети и «Русгидро», поскольку их прибыльность была понятна и предсказуема.

В кризис цены акций упали, но это рассматривалось как временное, конъюнктурное явление. Была вера в то, что реформа продолжится, кросс-субсидирование сохранится, а рынок заставит инвесторов инвестировать и снижать издержки.

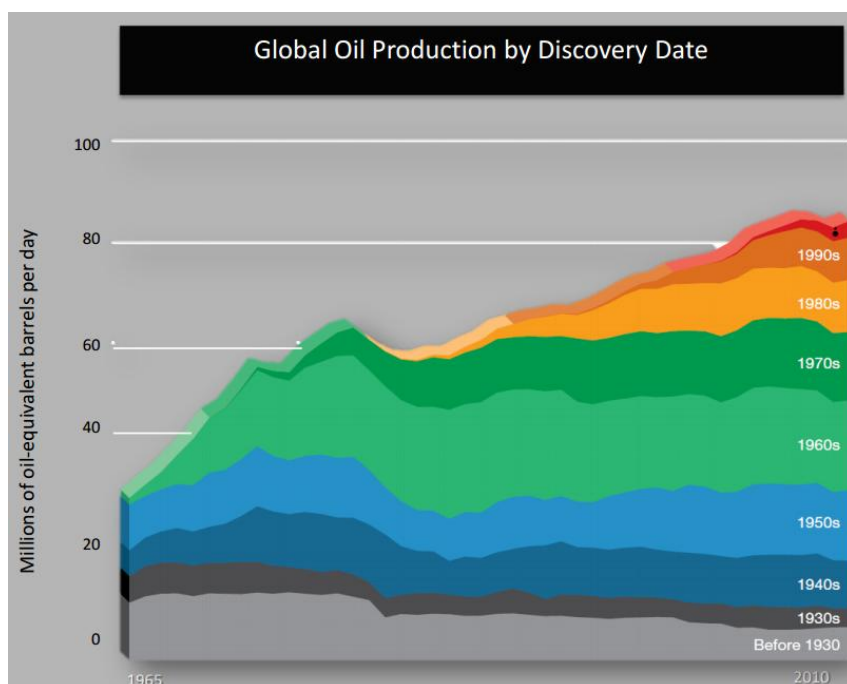


Но в 2009-2010 году Путин передумал и решил, что либеральный рынок ведет к слишком большим тарифам на электроэнергию. И решил свернуть реформу. Те, кто покупал акции сетей и генерации в надежде на прибыль получили значительные убытки – поскольку ожидания прибыли улетучились.

Этот пример показывает риски инвестирования в Россию. Вполне реальная ситуация, когда правительство решит, что газ дорожает сверх нормы. Во всяком случае «равнодоходность» цен газа в РФ и Европе обещали в 2011 году, а на дворе уже 2013-й. Это уже нанесло удар по акциям «Газпрома» (не говоря о других проблемах, связанных со сланцевым газом и ценами долгосрочных контрактов в Европе, см. далее).

В **электроэнергетике** возможны **подвижки**. Минэнерго планирует 22 февраля внести на рассмотрение правительства РФ стратегию развития ОАО "Российские сети" (это переименованный холдинг «МРСК», которому передают в управление «ФСК»). Также будет рассматриваться вопрос регулирования мощностей и тарифов генерации. Поскольку в энергетике настроения инвесторов уже крайне плохи, возможны положительные сюрпризы.

- Справа любопытный график, показывающий откуда берется



---

нефть. Полосы указывают на десятилетия, в которых были открыты те или иные месторождения. Источник: 2012 The Outlook for Energy: A View to 2040 (ExxonMobil)

- В связи с тем, что Путин передумал доводить до конца реформу электроэнергетики, у нас возникают опасения, что текущий вариант монетарной политики (таргетирование инфляции) может быть свернут. Но в пятницу появились неплохие новости. Во всяком случае, Путин на встрече центробанкиров и министров финансов G20 заявил, что "Будем придерживаться крайне взвешенной и ответственной, консервативной политики в вопросе государственных финансов". Также он сказал, что России удалось за последние годы добиться низкого уровня инфляции, и такая тенденция будет продолжена в текущем году, в среднесрочной и долгосрочной перспективе.  
Относительно инфляции недавно высказался также Игнатьев, заявивший, что ставки будут снижаться как только будет видно, что инфляция пошла на убыль. Наиболее вероятно, что это случится весной или летом. Мы повторяем свой прогноз, что рублевые ставки сейчас переживают свой пик и, возможно, следует покупать «длинный конец» облигаций.
- **«Нижнекамскнефтехим» (НКНХ)** может выплатить **щедрый дивиденд**. Компания опубликовала сильные финансовые результаты по РСБУ по итогам года. Чистая прибыль компании выросла на 21% по сравнению с 2011 годом до 17 млрд. руб. Согласно уставу компании, НКНХ должен направлять на дивидендные выплаты не менее 15% чистой прибыли, что подразумевает 1,4 руб. на акцию с 4,3% дивидендной доходностью. Однако в последние годы НКНХ выплачивал 30% чистой прибыли. В этом случае акционеры могут рассчитывать на дивиденд в размере 2,8 руб. на акцию с 8,6% дивидендной доходностью по обыкновенным акциям и 10% по привилегированным. Закрытие реестра намечено на конец апреля. Среди дивидендных идей бумаги «Нижнекамскнефтехима» инвестиционно привлекательны и могут обеспечить дивидендную доходность выше среднерыночной.
- В правительстве широко обсуждается вопрос **сохранности пенсионных накоплений**. Предлагается создать гарантийный фонд по типу существующего в системе страхования банковских вкладов, которым также будет управлять АСВ. Предполагается, что фонд будет наполняться за счет взносов НПФ и Пенсионного фонда. Минфин и Минэкономразвития принципиально разошлись в вопросе о том, что считать страховым случаем и когда выплачивать деньги. Минэкономразвития предлагает единовременную выплату компенсации, если сумма на счете застрахованного в момент выхода на пенсию окажется ниже сделанных ранее взносов. Минфин, в свою очередь, настаивает на выплате возмещения только в случае невыплаты пенсий (недостатке средств в пенсионном фонде). Главная цель фонда – оградить застрахованных от различных видов риска, в том числе риска дефолта пенсионных фондов и мошенничества. В

---

соответствии с заявленной целью, скорее, вариант Минфина получит поддержку в правительстве.

- **«Фармстандарт» объявляет buy-back.** Выкуп будет производиться с рынка «независимым профессиональным участником рынка» за счёт дочерней компании – «Фармстандарт-лекарства». На эту цель в компании готовы потратить 8 млрд. руб., что достаточно, чтобы выкупить все акции на российском рынке или треть всех GDR на Лондонской бирже. В целом free-float уменьшится примерно до 27% против 37% сейчас или 47% на начало 2011 г. Приобретение может быть произведено с 15 по 28 февраля или с 1 мая по 31 декабря. В сообщении компании также указано, что выкупленные акции могут быть направлены на финансирование деятельности или задействованы в сделках.
- Российский интернет-магазин **KupiVIP** планирует **IPO** в следующем году, сообщает сегодня агентство Bloomberg. Компания намерена привлечь \$125 млн. В 2011 г. выручка составила \$160 млн., а общий объём средств привлечённых от венчурных фондов оценивается в \$100 млн. Компания имеет порядка 10 млн. пользователей и, как пишет Bloomberg, «помогает продавцам модной одежды избавляться от избыточных запасов на складах за счёт «ограниченных по времени» онлайн продаж». Стоимость брендовых вещей при этом оказывается достаточно низкой, что привлекает широкую аудиторию.
- Представитель «Газпрома» заявил, что компания в текущем году намерена провести переговоры с европейскими потребителями по поводу **пересмотра формулы** на долгосрочные экспортные контракты. При этом увеличение доли спотовых цен при расчёте цены не планируется.

## Местное:

---

- **Роснедра** выставили на аукцион Мусихинское **месторождение алмазов** в Красновишерском районе Пермского края. Прогнозные запасы участка составляют порядка 49 тыс. карат. Право аренды победителю торгов будет предоставлено на 25 лет. Начальный разовый платёж составит 224 тыс. руб., шаг аукциона 10% начальной цены. Интерес уже проявил «Уралалмаз», российская алмазодобывающая компания с выручкой в 2011 г. на уровне 791,7 млн. руб.

# Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



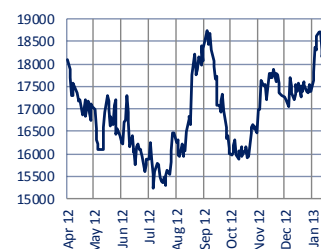
Нефть Brent, \$/барр.



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](mailto:cmr@pfc.ru)

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

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

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