

Обзор рынков.

Вторник, 19 ноября 2013

- [“Ведомости” пишут](#), что “Башнефть” собирается разместиться в Лондоне, но ее слишком дешевой не назовешь (р/е=7, против 5 у ЛУКОЙЛа)

Комментарий:

S&P 500 в понедельник закрылся минус 0.4% после того как превышал максимум с круглой отметкой в 1800 пунктов. После заметного роста в этом году (+26%) коррекция выглядит ожидаемо, но мы помним ожидания коррекции еще в начале года, поскольку рост американских акций продолжается практически линейно.



По-прежнему на лентах и в СМИ есть масса рассуждений о том, что это пузырь. Но есть и немало противников этой идеи.

Зато индекс ММВБ вчера поднялся на 1.1%. Европейский STOXX 600 +0.5%, обновил посткризисный максимум. Неплохо чувствует себя рубль 32.54/\$ двигаясь в рамках общей тенденции укрепления многих валют к доллару (от бразильского реала до австралийского доллара).

Samuelson's dictum. В академической среде есть утверждение, что рынки акций “микро эффективны” и “макро неэффективны”. Эту гипотезу однажды в разговоре выдвинул Пол Самуэльсон (dictum = афоризм), а [популяризовал и придал ей научную базу Роберт Шиллер](#).

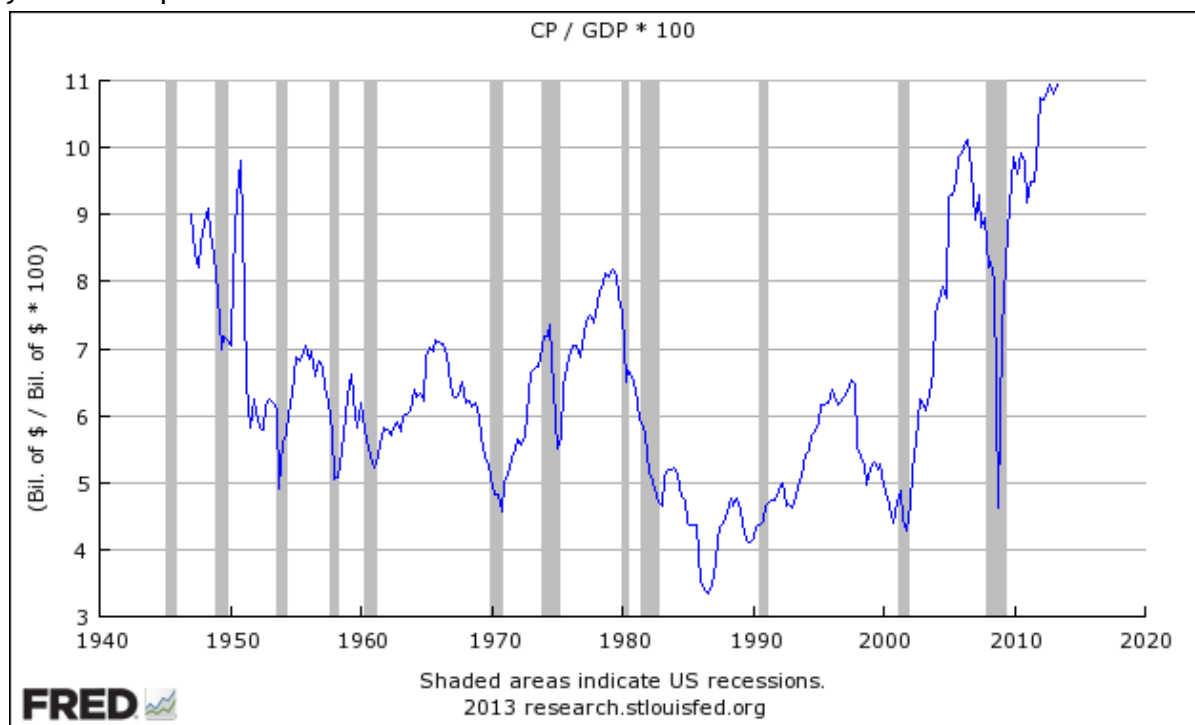
- Микроэффективность означает, что относительные цены акций более-менее адекватны. К примеру, в заголовке выше мы пишем, что “Башнефть” имеет мультипликатор р/е=7, “ЛУКОЙЛ” р/е=5.2. Такая разница (примерно на треть) видна участникам рынка и вызывает вопросы. Если они считают что для этого нет оснований, то “Башнефть” будут продавать, а “ЛУКОЙЛ” (т.е. последняя акция

будет иметь больший вес в портфелях, в среднем). Это действие приведет к выравниванию относительных цен. Продажа относительно более дорогих акций портфельными управляющими и покупка более дешевых приводит к “микроэффективности”

- Макроэффективность означает что не очень ясно куда идут цены рынка акций в целом. Иными словами, нельзя сказать, изменятся ли мультипликаторы в два раза вверх, т.е. “ЛУКОЙЛа” с 5 до 10, а “Башнефти”, с 7 до 14. Или они пойдут вниз. Невозможность понять общее движение рынка приводит к тому, что некоторые брокеры и инвестбанки дают не абсолютные рекомендации, а относительные - “overweight”, “underweight” или “neutral”.

Проблема в том, что у академиков нет убедительной теории, куда идет рынок в целом. Можно лишь предполагать, что со временем рынок “ревертирует” к среднему значению. Например, в США средний мультипликатор P/E рынка был равен 15, так что когда значение находится на 30, можно сказать, что это дорого, а когда средний P/E рынка находится на уровне 5, можно сказать что это дешево.

У индекса S&P 500 $Est_P/E=16.2$, что не предполагает под собой какой-то экстремальной дороговизны. Однако некоторые заявляют, что это циклически завышенная прибыль из-за низких ставок, циклического подъема и того, что [соотношение “прибыли/ВВП”](#) высоко по историческим меркам. А потому должно упасть со временем.



Мультипликатор индекса ММВБ $P/E_Est_{2013}=4.5$ (из-за нефтегаза и Газпрома, у которого $P/E_Est_{2013}=3.1$), что выглядит крайне дешево. Настолько дешево, что почти нет ни одного рынка (кроме Украины) со мультипликатором ниже. Но российская дешевизна превратилась в хроническую.

Пузыри и обратные пузыри. [Вчера мы давали](#) определение пузыря по версии Роберта Шиллера, которое заключалось в том, что это оптимизм, передающийся от

одного участника к другому и поддерживающий рост цен. Это, похоже, подходит для США, где потенциально пузырь может надуваться еще несколько лет. Но теория пузырей Шиллера предполагает противоположность - “обратные пузыри”. Они возникают, когда в среде участников распространяется пессимизм, вызывающий продажи, приводящие к еще большему пессимизму. Мы думаем, что это может иметь место по отношению к российскому рынку акций, особенно нефтегазу. В этой логике изначально верная теория о том, что госкапитализм угрожает инвестициям заметно преувеличивается через “социальные каскады” и “социальное заражение”, вызывает еще большую депрессию цен, что поддерживает унылые настроения.

И в том и другом случае мы можем иметь дело с мифом, точнее преувеличенно раздутой историей. Но этот миф может быть крайне стойким и живучим, а “пузырь”, так и “обратный пузырь”.

Заметьте, что мы не отрицаем проблем фондового рынка России - их масса. Так, электроэнергетика превратилась в руины после того, как правительство решило высушить прибыль в этом секторе после обещаний справедливых тарифов в ходе “реформы Чубайса”. Точно также госкомпания “Роснефть” легко отнимает стоимость у миноритарных акционеров ТНК-ВР и [возвращает ее обратно](#) только благодаря вмешательству Д.Медведева. В стране нет особых институциональных и моральных норм, которые противостояли бы этому. Когда мы говорим про возможный обратный пузырь в России мы говорим о том, что цены на акции, возможно, неоправданно низки.

Страшилки по поводу кризиса. Вчера Ведомости писали следующее.

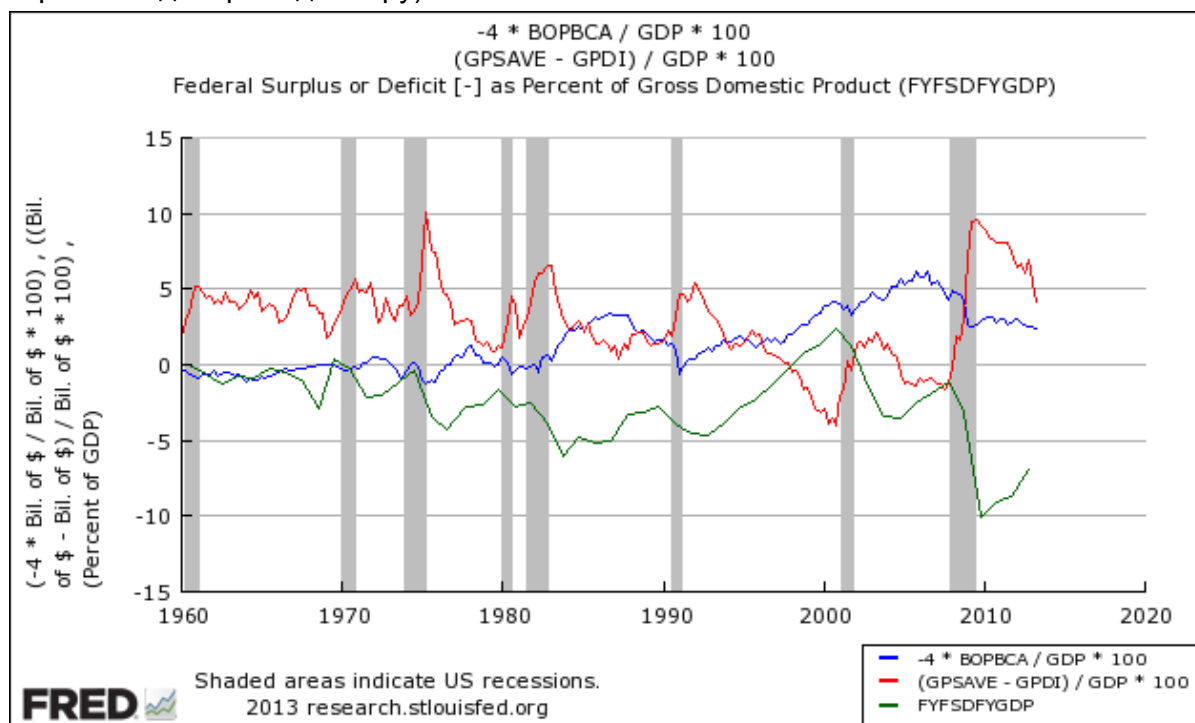
“Долг США стал краткосрочным, в среднем около 4,5 года, что сделало необходимым постоянное рефинансирование долга. Малейшая утрата доверия со стороны инвесторов сделает рефинансирование очень дорогим или невозможным. Ситуация осложняется тем, что период беспрецедентно заниженных процентных ставок неизбежно закончится. Рост процентных ставок до среднего исторического уровня приведет к 1) увеличению ежегодных процентных платежей по государственному долгу с нынешних 17% от всех доходов федерального бюджета до более чем 50% - половина доходов бюджета будет уходить только на выплату процентов; 2) стремительный рост процентных платежей по ипотечным и потребительским кредитам американцев”

Мы считаем, что это напрасные страхи. США находится в режиме “балансовой рецессии”, означающей что в стране слишком много сбережений и слишком мало спроса на них. В этом смысле некоторая утрата доверия была бы желательна для этой экономики.

Она привела бы к следующему - вызвала отток капитала и немедленно снизила бы стоимость доллара. Тогда экспортные отрасли США оказались бы конкурентоспособны, а импорт в страну оказался бы более дорогим. Это привело бы к буму в экономике (через мультипликатор чистого экспорта), обеспечило бы необходимый спрос на незадействованные сейчас инвестиции, которые выпадают из оборота.

Заметьте, что “Ведомости” пишут про “малейшую утрату доверия”. Мы не можем

представить себе ситуацию “полной утраты” доверия (т.е. чтобы американцы сами перестали доверять доллару).



В Штаты продолжает притекать капитал (синяя линия - счет капитала на графике, все в процентах от ВВП). Частный сектор активно сберегает (красная линия - частные сбережения минус частные инвестиции). Весь этот капитал финансировал дефицит бюджета США (зеленая линия). Некоторое прекращение притока капитала в США было бы даже желательно.

Сейчас в банках США пролеживает огромная сумма денег в виде “резервов” (т.е. остатков на коррсчетах в ФРС). Эта цифра составляет астрономическую сумму в \$2.3 трлн. и это деньги которые не могут найти себе применение в реальной экономике. Если, допустим, китайцы решат продать часть краткосрочных гособлигаций США, то американские банки с удовольствием купят эти бумаги, поскольку для них это будет прибыльная покупка. Продажи китайцев толкнут доллар вниз, а юань и другие валюты пойдут вверх. В таком случае гибкая американская экономика довольно быстро перестроится и найдет способ обеспечить мир дешевым экспортом, финансирующим отток капитала из страны. Другое дело, что китайцы на это не пойдут. Для них это будет означать разрушение сути их экономики, ориентированной на экспорт. Китайцы просто застряли в США с резервами, потратить их в ближайшие годы они не могут, перевести в другую часть мира также (потому, что кроме Еврозоны невозможно куда-то вложить триллионы).

Две недели назад в МВФ [прошла исследовательская конференция](#) на которой выступал Пол Кругман обсуждая как раз эту тему, см. [“Mundell-Fleming Lecture: Currency Regimes, Capital Flows, and Crises”](#). В его рассуждениях валютный режим имеет большую разницу. В случае с плавающей валютой (как сейчас у рубля или доллара) утрата доверия инвесторов практически невозможна, даже если правительство будет занимать огромные суммы от ВВП. Он доказывал это на исторических примерах и на экономических моделях.

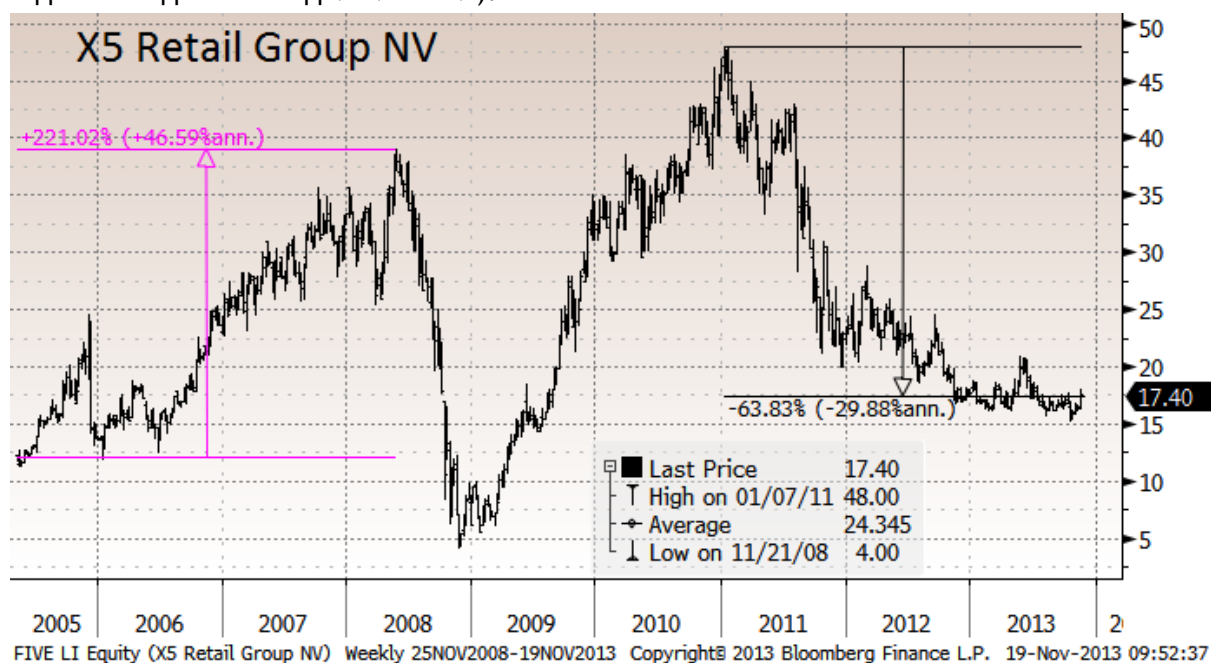
Около 10 лет назад [Кругман считал обратное](#) - что с экономикой США может случиться

“внезапная остановка” (sudden stop) капитала. Но сейчас он полностью изменил свою точку зрения. Долг, даже большой долг правительства не является проблемой при плавающем валютном режиме. И мы согласны с такой сменой логики.

Размер госдолга не проблема ни для Японии, ни для США, ни для России ни для любой другой страны с плавающим курсом. Но это проблема для стран Еврозоны, отказавшихся от своей валюты. И, например, для Украины, по-прежнему привязанной к доллару.

Разное:

- ОАО “Мечел” находится на финальной стадии согласования “ковантных каникул”. Об этом сообщает газета “Ведомости” сегодня. Позавчера Центробанк РФ вновь начал принимать облигации и акции этой компании в РЕПО. Так, что дефолт “Мечела” пока откладывается, хотя долг остается большим.
- “Седьмой континент” не собирается больше продаваться X5, [как пишет Коммерсант](#). Пишут, что на развитие сети выделяет деньги “Сбербанк” (44 млрд. под 9.25% годовых под залог недвижимости).



Поведение котировок акций X5 нельзя назвать удовлетворительным. Проблема - немалый долг (\$3.7 млрд.), на обслуживание которого приходится немалая сумма, превращающая операционную прибыль в чистый убыток. “Седьмой континент” также перегружен долгами, так что объединение двух компаний выглядело довольно странно.

<HELP> for explanation.

FIVE LI Equity

96 Settings

97 Actions

98 Output

99 Feedback

Financial Analysis

X5 Retail Group NV

Consol. C

Periodicity Annuals

Currency USD

1) Key Stats

2) I/S

3) B/S

4) C/F

5) Ratios

6) Segments

7) Addl

8) ESG

9) 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	Current/LTM	FY 2012	FY 2011	FY 2010	FY 2009	FY 2008	FY 2007	FY 2006	FY 2005
12 Months Ending	2014-12-31	2013-12-31	2013-09-30	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31	2005-12-31
Market Capitalization			4,725.37	4,842.28	6,195.95	12,545.58	8,663.18	2,335.53	7,763.95	5,534.65	--
- Cash & Equivalents			119.30	410.91	404.81	272.08	414.53	277.20	179.74	179.60	56.50
+ Preferred & Other			0.00	0.00	0.00	1.50	0.00	0.00	0.22	0.00	0.00
+ Total Debt			3,752.06	4,028.74	3,613.60	3,689.21	1,950.54	2,063.44	1,721.74	1,172.32	232.30
Enterprise Value			8,358.14	8,460.11	9,404.74	15,964.22	10,199.19	4,121.77	9,306.17	6,527.37	--
Revenue	18,438.47	16,716.00	16,472.14	15,795.25	15,455.09	11,280.49	8,717.40	8,353.25	5,320.42	2,803.35	1,359.30
Growth %, YoY	10.30	5.83	6.68	2.20	37.01	29.40	4.36	57.00	89.79	106.23	22.92
Gross Profit	4,454.18	4,032.73	4,001.01	3,724.19	3,678.96	2,628.76	2,107.88	2,146.93	1,403.93	795.81	338.50
Margin %	24.16	24.13	24.29	23.58	23.80	23.30	24.18	25.70	26.39	28.39	24.90
EBITDA	1,316.78	1,200.00	1,177.23	1,091.57	1,130.24	843.59	736.01	768.42	479.29	242.57	163.10
Margin %	7.14	7.18	7.15	6.91	7.31	7.48	8.44	9.20	9.01	8.65	12.00
Net Income Before X0	297.00	251.75	-64.96	-126.50	302.19	271.25	165.35	-2,138.29	143.75	84.21	91.20
Margin %	1.61	1.51	-0.39	-0.80	1.96	2.40	1.90	-25.60	2.70	3.00	6.71
Adjusted EPS	1.05	0.92	3.68	3.68	1.11	1.00	0.61	-8.36	0.63	0.50	2.23
Growth %, YoY	14.32	-75.12		230.16	11.62	63.88	--	--	26.68	-77.60	--
Cash from Operations	916.64	762.56	667.92	609.18	926.13	378.08	733.68	629.35	427.47	316.88	171.40
Capital Expenditures	-1,006.80	-931.10	-627.79	-724.67	-791.95	-366.16	-175.32	-883.02	-620.23	-256.64	-198.30
Free Cash Flow	-90.16	-168.54	40.13	-115.49	134.18	11.92	558.37	-253.67	-192.76	60.23	-26.90

<<

<

>

>>

Zoom

-

+

75%

Australia 61 2 9777 8600

Brazil 5511 3048 4500

Europe 44 20 7330 7500

Germany 49 69 9204 1210

Hong Kong 852 2977 6000

Japan 81 3 3201 8900

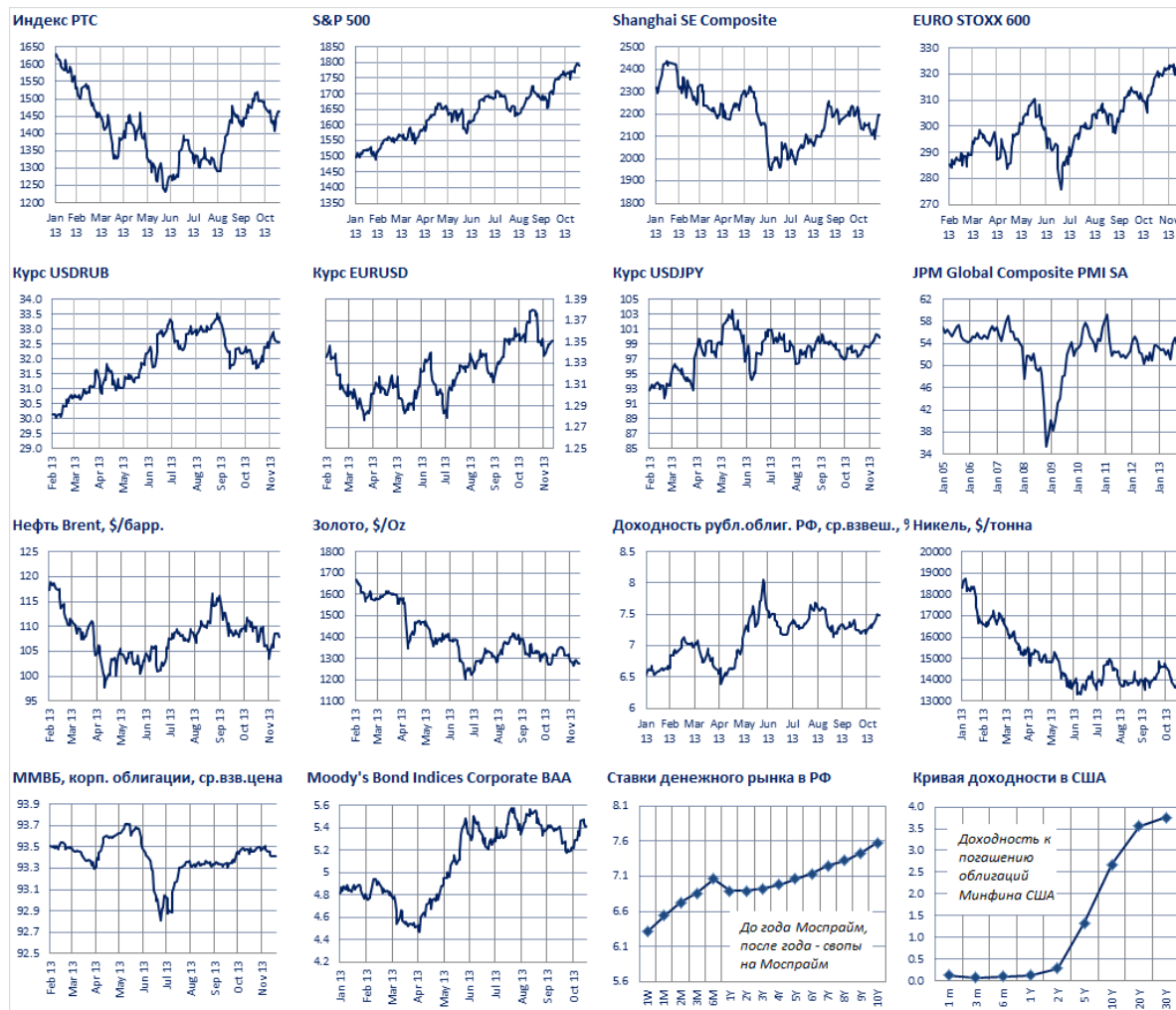
Singapore 65 6212 1000

U.S. 1 212 318 2000

Copyright 2013 Bloomberg Finance L.P.

SN 157580 ALMT GMT+6:00 H835-1623-0 19-Nov-2013 09:48:01

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.