

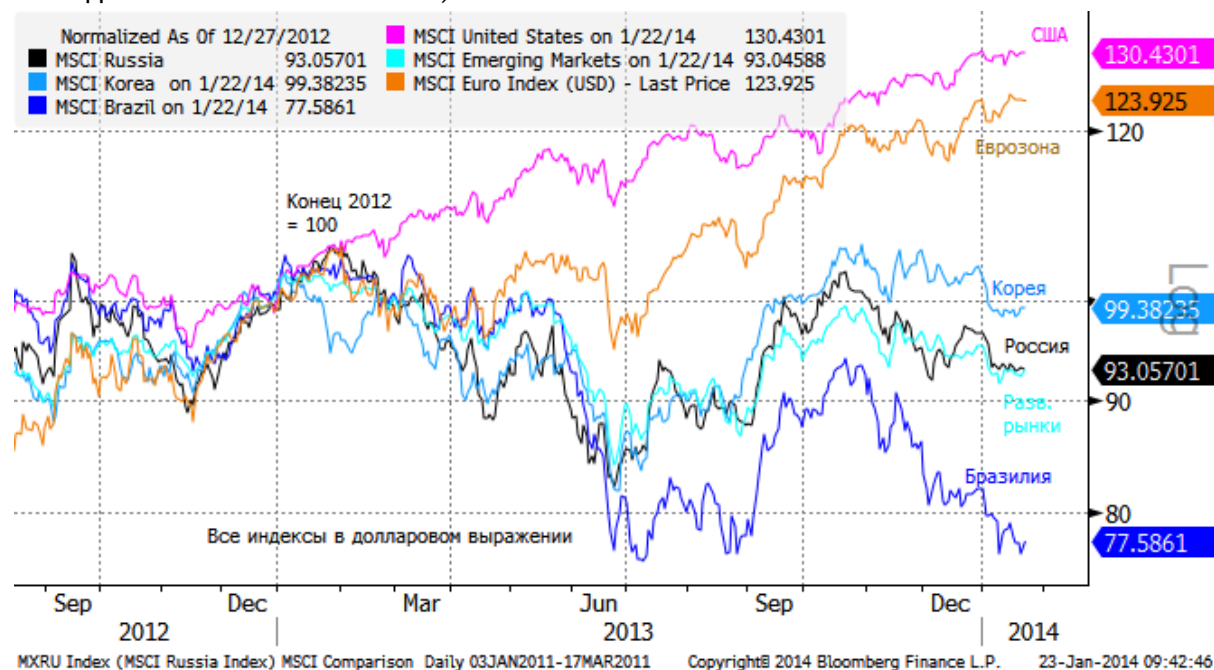
## Обзор рынков

Четверг, 23 января 2014

- Цены на нефть в последние дни растут, Brent на 108/баррель предполагает в нашей модели курс 33.06/\$, а наблюдаемый на текущий момент 33.98/\$ на 2.8% выше. Ждем укрепления в ближайшие несколько недель, но есть шанс временного “пробития” уровня 34/доллар.
- Почему растет “Газпром” (+6,5% за три дня)? Есть две версии. Первое, дивиденд в размере 8%, если компания будет выплачивать 25% от прибыли МСФО. Второе, это возможность заключения контракта с Китаем. Экстремальная дешевизна ( $p/e=2.5$ ) уже не воспринимается как аргумент, хотя должна бы считаться третьей причиной.

## Комментарий:

Изменения рынков акций минимальны: S&P 500 +0,06%, STOXX Europe 600 +0,09%, но индекс ММВБ снизился на 0,4%.



Поведение российского фондового рынка почти не отличается от среднего по развивающимся рынкам, если сравнивать по индексу MSCI Emerging Markets. Внутри этого индекса есть страны с лучшей динамикой (Корея) и худшей (“сдувающаяся” Бразилия после пузыря притока страну иностранного капитала в 2010-2011 гг.). Развивающиеся рынки выпали из моды и остаются вне тренда на рост акций развитых стран с лидирующими США. Сегодня в газете Ведомости со ссылкой на Reuters можно найти следующую фразу: “Вечеринка БРИКС окончена, пора выключать свет”, - говорил Наримэн Беравеш из IHS, вклад развивающихся рынков в мировой рост в 2014 г. будет наименьшим за три года”.

Мы видим в этом ротацию моды, институциональные инвесторы часто демонстрируют стадность и может продолжаться месяцами и даже годами. На это сказывается, думаем, несколько факторов.

1) Стадность или “[bandwagon effect](#)” обсуждается поведенческими финансами. На

людей влияет доминирующее общественное мнение, так что они могут утрачивать способность мыслить рационально. Но это слабый аргумент, потому что мы считаем, что в мире довольно много умных портфельных инвесторов.

2) Основная проблема не в том, что люди глупы или неразумны. Проблема в стимулах действующих в инвестиционной сфере. От управляющих взаимными фондами, хедж-фондами или пропраетарными портфелями пенсионных компаний и банков требуется показывать “перформанс” относительно некоторого бенчмарка. Этот критерий оценивается ежеквартально, ежегодно, максимум - в три года. Но в этом случае портфельный управляющий не может выбирать объекты инвестиций, которые могут принести хорошую отдачу за длительный срок. Ему просто приходится играть в короткие игры. Например, покупка недооцененных акций, т.е. стратегия “value” (пусть, для конкретики, это будет “Газпром” с его супердешевым  $p/e=2,5$ ) для них - плохой вариант, потому, что “исправление рыночной ошибки” может занять время в несколько лет.

Зато для них правильно играть в тренды, это стратегия “[momentum](#)”. Почему? Потому, что эта стратегия краткосрочная, она работает на периодах месяцев, а не лет.

Вот так и выходит, что фундаментально дешевая компания может дешеветь, потому что по ней есть падающий тренд, заставляющий управляющих избавляться от акции-“андеперформера”. И напротив, дорогое может дорожать и дальше, потому, что тренд благоприятный.

Это работает не только с отдельными акциями, но целыми рынками. Сегмент развивающихся стран, включая Россию, выпал из моды после кризиса. Вот почему Беравеш из IHS говорит что “вечеринка БРИКС закончена”.

В этой логике на развивающихся рынках “ночь”. Нужно дождаться, когда накопится критическая масса для того чтобы вновь смог зародиться ростовой тренд, и начнется очередная “вечеринка”. Спрогнозировать это время трудно, на это могут потребоваться месяцы и годы.

Так каковы могут быть инвестиционные рекомендации на текущий момент? Можно покупать что-то дешевое и ждать годами реализации своих идей. Но это будет означать идти против доминирующего мнения толпы. Либо можно играть в то, где сейчас наблюдается “вечеринка” - акции развитых стран, прежде всего США.

## Вкратце:

- В продолжение этой темы обсудим “Газпром”, явно дешевую акцию, которая имеет капитализацию \$101,8 млрд. и прибыль ТТМ (trailing twelve months) 9 кв. 2013 в размере \$40.8 млрд. Мультипликатор  $p/e = 2.5$ .

Среди 500 крупнейших компаний мира по статистике Блумберг, отсортированных по  $p/est\_e_{2014}$ , которую мы приводим на следующей странице, “Газпром” - это самая дешевая компания. Из российских компаний затем следуют “ЛУКОЙЛ” и “Сбербанк”.

Но рынок таков, что дешевое может продолжить дешеветь или, в лучшем случае, не будет расти. А для подъема нужен “катализатор” (в терминах аналитики некоторых брокеров). И есть шанс, что подобный “катализатор” может появиться у “Газпрома”, и вот почему в последние дни эта акция демонстрирует рост.

<HELP> for explanation.

95 Output		96 Actions		500 securities				Equity Screening: Results					
Top 500 Global Companies by Market Cap				77 Backtest				As Of		01/23/2014			
Add Column				14 Fields									
	Ticker	Short Name	Market Cap	Last Px	Est P/E1 Nxt Yr	BEst P/B:Q	Assets - 1 Year Growth LF	Debt/Cap LF	YTD Tot Ret	52Wk High Chg Pct	Dvd Est		
1	GAZP	RM	GAZPROM	101.84B	146.15	3.29	N.A.	10.01%	15.18%	5.33%	-47.80%	5.16%	
2	601166	CH	INDUSTRIAL BAN-A	30.10B	9.39	3.71	0.89	22.56%	86.54%	-7.40%	-32.46%	4.59%	
3	998	HK	CHINA CITIC BK-H	26.89B	3.83	3.71	N.A.	17.85%	71.35%	-9.03%	-30.35%	5.48%	
4	600000	CH	SHANG PUDONG-A	28.79B	9.24	3.94	0.84	14.38%	80.18%	-2.01%	-24.67%	5.35%	
5	600016	CH	CHINA MINSHENG-A	32.51B	7.06	4.03	N.A.	31.46%	83.57%	-8.55%	-38.87%	4.89%	
6	601398	CH	IND & COMM BK-A	205.67B	3.41	4.25	N.A.	7.89%	61.90%	-4.75%	-22.47%	7.41%	
7	601288	CH	AGRICULTURAL-A	129.95B	2.36	4.26	N.A.	11.77%	65.50%	-4.84%	-25.58%	7.03%	
8	RNHS	RM	RN HOLDING OAO	28.68B	64.98	4.37	N.A.	10.45%	3.48%	-0.81%	-24.27%	4.14%	
9	600036	CH	CHINA MERCH BK-A	45.16B	10.54	4.41	N.A.	14.68%	77.16%	-3.21%	-26.41%	5.42%	
10	LKOH	RM	LUKOIL OAO	50.07B	2000.00	4.53	0.55	13.07%	10.57%	-1.96%	-13.16%	5.53%	
11	3328	HK	BANK OF COMMUN-H	48.08B	5.11	4.56	N.A.	10.97%	75.35%	-6.58%	-23.63%	5.35%	
12	3988	HK	BANK OF CHINA-H	118.17B	3.34	4.61	N.A.	3.36%	69.66%	-6.44%	-16.05%	6.80%	
13	939	HK	CHINA CONST BA-H	180.44B	5.46	4.65	N.A.	12.78%	N.A.	-6.67%	-18.71%	6.66%	
14	600104	CH	SAIC MOTOR-A	23.85B	13.09	5.44	N.A.	14.14%	27.07%	-7.43%	-28.78%	3.79%	
15	SBER	RM	SBERBANK	64.94B	102.20	5.59	N.A.	21.33%	64.10%	1.14%	-18.64%	3.09%	
16	SNGS	RM	SURGUTNEFTGAS	29.39B	27.95	5.71	0.05	21.22%	N.A.	-1.30%	-23.13%	2.87%	
17	BBA33	BZ	BANCO DO BRASIL	27.12B	22.46	5.78	0.92	14.07%	88.45%	-7.95%	-34.83%	9.55%	
18	VALE5	BZ	VALE SA-PF	69.35B	28.91	5.81	1.10	7.52%	28.08%	-11.67%	-38.62%	6.67%	
19	ROSN	RM	ROSNEFT OAO	78.24B	250.80	6.16	0.72	90.43%	42.83%	-0.29%	-19.40%	4.54%	
20	PAH3	GR	PORSCHE AUTO-PRF	32.96B	79.49	6.51	N.A.	-13.28%	1.00%	5.06%	-0.53%	2.41%	
Analyze		Stats ...		Grouping		None		Zoom		-		+ 100%	
Australia 61 2 9777 8800 Brazil 5511 2045 4500 Europe 44 20 7220 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2577 8000 Japan 81 2 2201 8900 Singapore 65 8212 1000 U.S. 1 212 215 2000 Copyright 2014 Bloomberg L.P. SN 127899 ALMT GMT-8:00 H818-3252-8 33-33ap-7014.11:37:PO													

Мы считаем важным фактором то, что [правительство РФ обязывает госкомпании выплачивать 25% чистой прибыли по МСФО](#). Следующий возможный шаг по предложению Минфина - [выплачивать 35% по МСФО](#), что может начать действовать с 2016 года.

Вторая история, активно обсуждаемая сейчас, но пока на уровне слухов - достижение договоренности по ценам на газ с Китаем. Напомним, что FT на прошлой неделе писала о том, что кулуарно достигнута договоренность по цене газа чуть ниже 10 долларов за ММВТУ. Вчера Reuters писал со ссылкой на источники в монополии, что "Газпром" может предложить китайцам цены несколько ниже, чем настаивал раньше - 9,8 долларов за ММВТУ или около 350 долларов за тыс. куб. м. Но монополия взамен рассчитывает получить огромный аванс, который направит на строительство труб. Сейчас "Газпром" продает газ в Европу в среднем по 10.6 за ММВТУ или 380 долларов за тыс. куб. м. и настаивал на этой цене с китайцами. Однако считается, что Китай получает газ от Туркмении по цене 9 за за ММВТУ и договориться никак не удавалось.

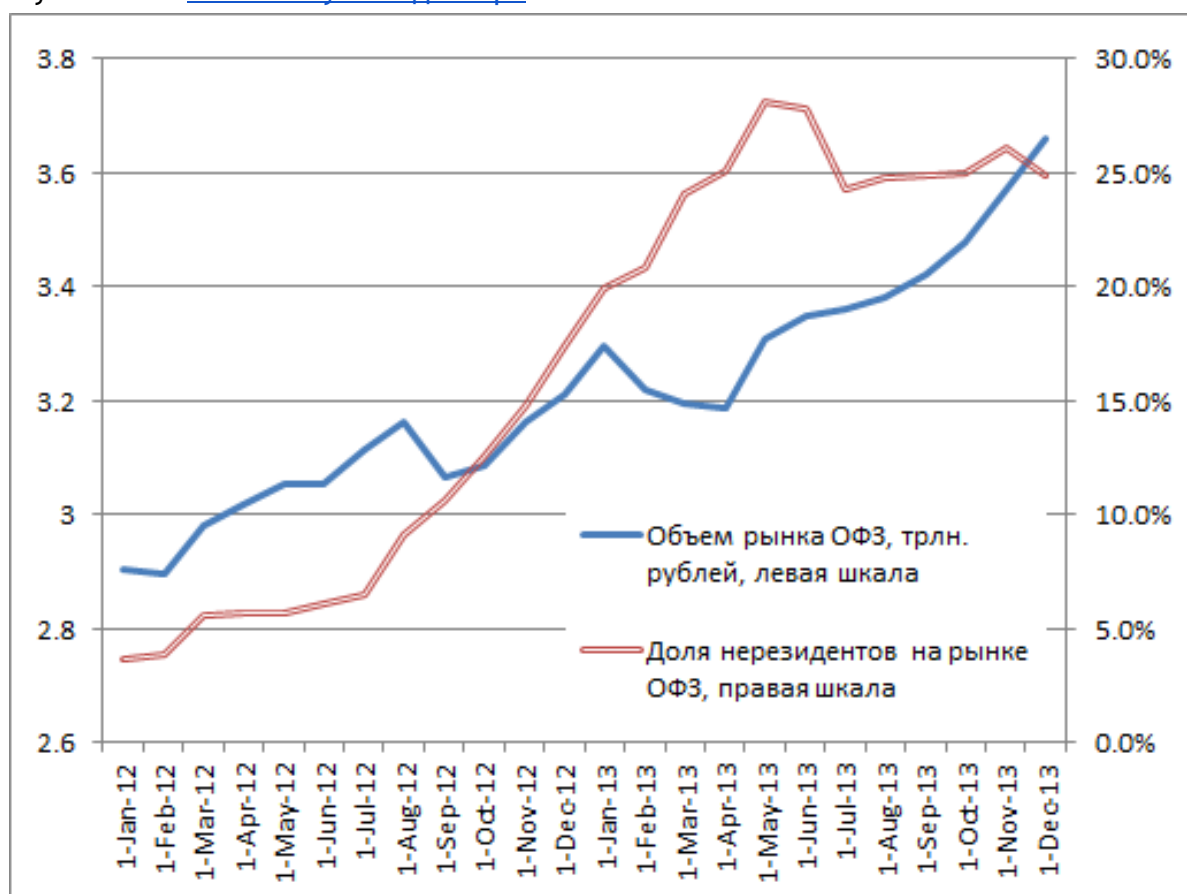
В настоящее время делегация "Газпрома" находится в этой стране, и некоторая часть роста могла быть связана с ожиданиями объявления договоренности. Однако источник Reuters говорит, что она более вероятна в мае, когда в Китай с визитом поедет президент В.Путин. Также известно, что на открытие Олимпиады в РФ приезжает президент Китая.

Все это может стать "катализатором" возможного роста акций "Газпрома" или, как минимум, восстановления его до более-менее приличных ценовых уровней. Текущий мультипликатор р/е = 2.5 адекватным называть мы отказываемся.

- Через неделю иностранцы получают прямой доступ к операциям с российскими корпоративными и муниципальными облигациями. Euroclear Bank открывает счет номинального держателя в Национальном расчетном депозитарии (НРД), российском центральном депозитарии, и с 30 января его клиенты получают доступ к сделкам с российскими бондами. Услуга распространяется на муниципальные и

корпоративные облигации, выпущенные в 2012 году и позже. В начале прошлого года клиенты Euroclear и Clearstream получили возможность совершать сделки с российскими ОФЗ, что привело к росту доли нерезидентов в операциях с гособлигациями. Имеющийся опыт по открытию прямого доступа к рынку облигаций для иностранных инвесторов позволяет предположить, что в ближайшие 2-3 года доля нерезидентов на отечественном рынке может увеличиться в три раза (на \$10-15 млрд.). Следует ожидать повышения объема торгов, ликвидности и волатильности на российском рынке корпоратов.

- Доля иностранцев на рынке ОФЗ заметно растет в последнее время. Если в начале 2012 г. доля ОФЗ на руках нерезидентов составляла порядка 7% от общего объема бумаг, сейчас этот показатель превышает 25%. Сейчас из 3,6 трлн. руб. по облигациям иностранцам принадлежит около 930 млрд. руб. Вчера ЦБ РФ опубликовал [статистику на 1 декабря](#).

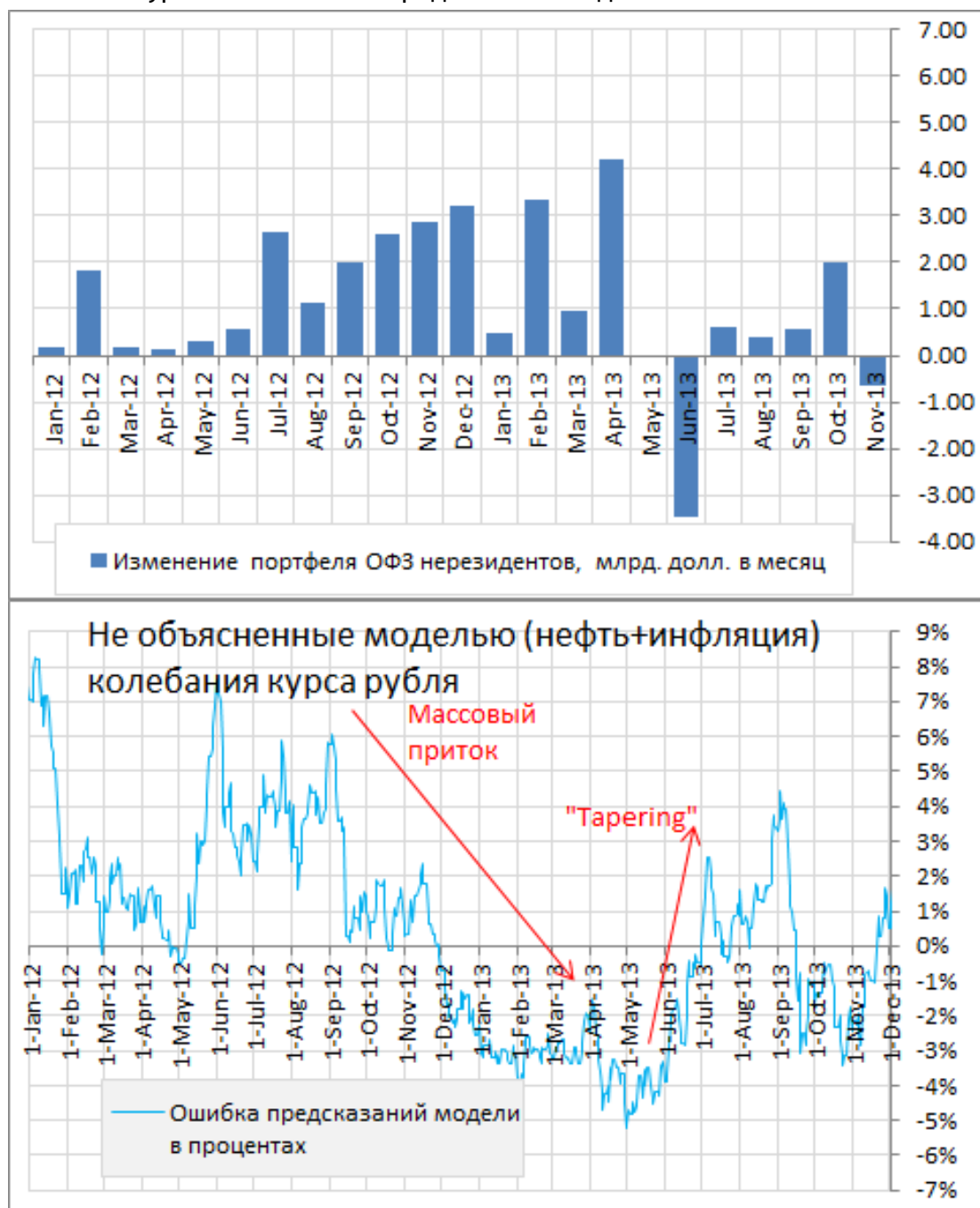


Ниже представлена наша ошибка предсказания курса рубля в зависимости от нефти и инфляции из нашей модели, сопоставленная с покупками ОФЗ нерезидентами (пересчитаны в доллары).

Ошибка модели или отклонение фактического курса от предсказанного моделью неплохо объясняется массовым притоком нерезидентов на рынок ОФЗ на протяжении 2012 г. и в 2013 г. за исключением осенних месяцев. Приток нерезидентов на рынок ОФЗ явно способствовал укреплению рубля в это время. Также действия нерезидентов на этом рынке объясняют провал рубля в июне 2013 года.

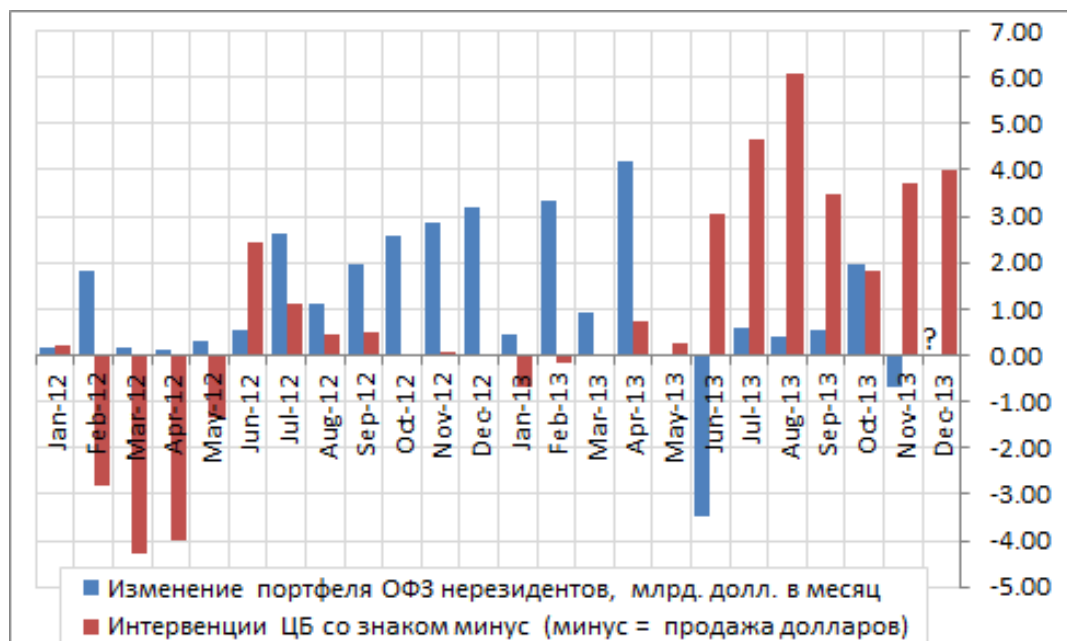
Однако действия нерезидентов осенью 2013 года уже слабо связаны с колебаниями

курса. Так в сентябре и, особенно, октябре были покупки но они не привели к росту “ошибки” курса относительно предсказания модели.

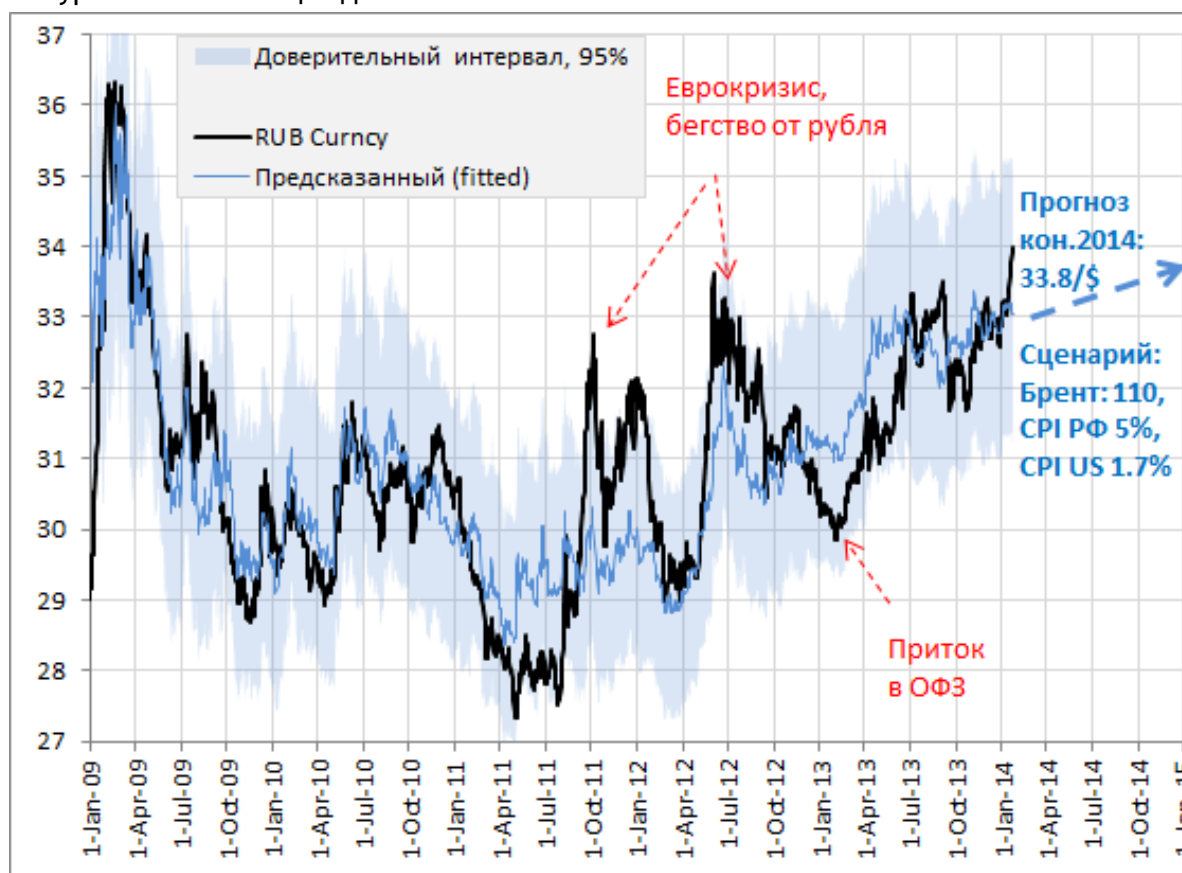


На последнем графике представлена сравнительная динамика изменения портфеля ОФЗ нерезидентов и интервенции ЦБ со знаком “минус”. Примечательно, что ЦБ и нерезиденты действовали в унисон в отдельные месяцы, например, в октябре 2013 г. ЦБ и иностранные инвесторы продали доллары на аналогичную величину.

Нужно оговориться, что приток и отток средств нерезидентов в страну не может характеризовать весь поток “горячих денег” иностранцев. Кроме ОФЗ есть еще банковская система, рублевые корпоративные облигации (который в ближайшее время могут также получить приток денег нерезидентов).

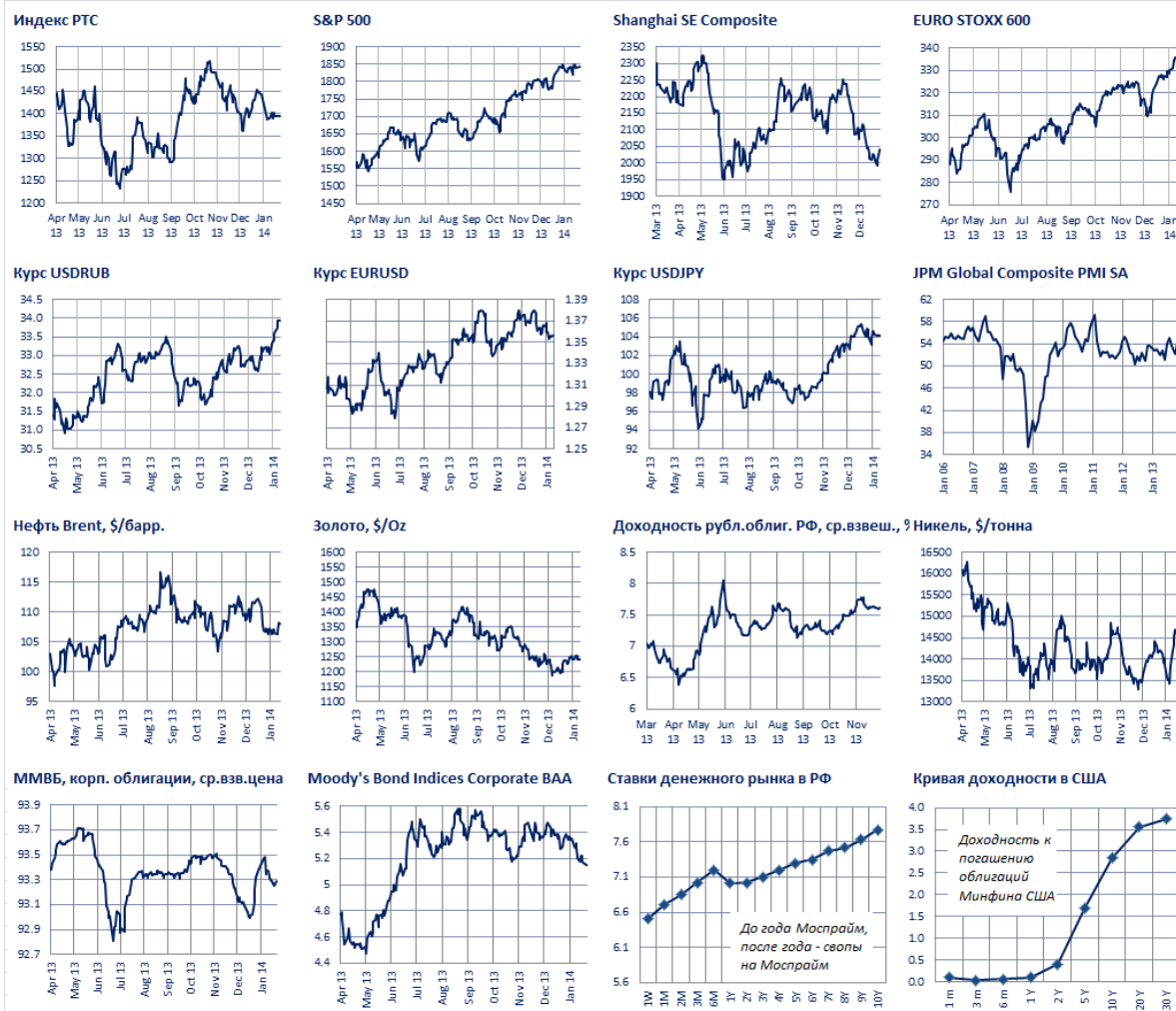


- Сейчас, когда рубль находится на уровне 34 руб./доллар мы повторяем наш прогноз на курс 33.8 на конец года.





## 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.