

Обзор рынков.

Пятница, 25 окт. 2013

- Еврозона вышла из рецессии, но бурного роста не показывает, о чем говорят данные PMI за октябрь.

Испания отапортовала о первом росте поквартального ВВП с 2010 года, в стране также немного снизилась безработица.

Комментарий:

Результаты четверга: S&P 500 +0.33%, STOXX Europe 600 +0.44%, индекс ММВБ минус 0.3%. В последние пару дней заметна разница в поведении развитых стран, акции которых сохраняют неплохие уровни и развивающихся стран, по которым идет давление. Так, вчера упал бразильский IBOV 1.2%, Мексика на 1%, Азия в настоящий момент показывает минус порядка 1%. Причина такого давления нам не слишком ясна.

Китай - изменения на финансовых рынках. Кредитный кризис, недостаток ликвидности в Китае, похоже, успокаивается. Ставки однодневного межбанковского РЕПО в стране вчера показывали максимум с лета на уровне 7.5%, но закрытие было вполне мирным - 4.8% годовых. Это не идет ни в какое сравнение с временным взлетом банковских ставок этим летом.



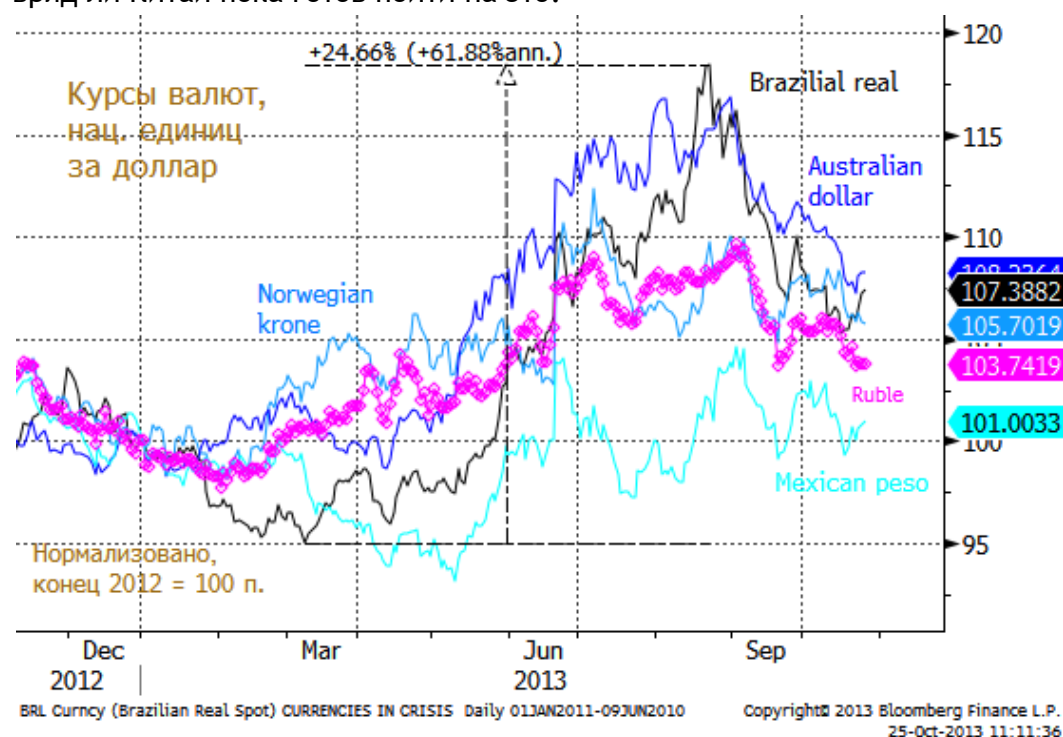
Мы расцениваем эти колебания, как временное явление, следствие перенастройки рынка. В следующем месяце в Китае пройдет съезд КПК, который может утвердить новые изменения финансового рынка страны, которые явно назревают. В частности, возможно движение к большей гибкости, либерализации рынка банков, снижение степени “финансовых репрессий” (отмены директивных ставок). С нового 2014 года китайцам - физическим лицам [позволят покупать иностранные активы](#). Но уже сейчас происходят важные изменения. Вчера появились сообщения, что

Китай разрешил третьей стране - инвесторам из Сингапура - покупать внутренние бумаги, номинированные в юанях. До этого было разрешено покупать инвесторам из Лондона и Гонконга. Пока разрешено приобретать финансовые требования в рамках квот. Внутренний рынок облигаций Китая, номинированный в юанях, является 4-м по размеру в мире и оценивается примерно в \$4 трлн. (данные "Financial Times"). Мы считаем это шагом к тому, что юань в обозримом будущем станет важной расчетной валютой (региональной, и, возможно, мировой), а затем может стать "резервной" валютой. Квота Сингапура определена сравнительно небольшой - 50 млрд. юаней, это \$8 млрд. в эквиваленте.

Для того, чтобы получить "резервный" статус нужно выполнение следующих условий: 1) Конвертируемость по счету капитала 2) Доверие к монетарной политике страны (чтобы внезапная инфляция не снизила стоимость) 3) Емкий и ликвидный внутренний рынок, позволяющий разместить и изъять средства без потерь и других проблем.

Требование к размеру и ликвидности (3) важное, которое отсекает сейчас целый набор стран, включая Швейцарию (на 5 млн. человек не может быть большого рынка), Австралию. Даже британский фунт не может претендовать на то, чтобы занимать большую долю в резервах, поскольку ликвидность в Великобритании для триллионных вложений, которыми оперируют мировые центробанки, недостаточна. Остается только США и Еврозона. Огромный долговой рынок - Япония - слабо интересует инвесторов из-за проблемы низких ставок и других эффектов "потерянного (уже второго) десятилетия".

Китай потенциально обладает всеми тремя характеристиками, но пока сохраняет ограничения по счету капитала (1). Снятие этой проблемы позволит, в перспективе нефтяным экспортерам и России переместить часть резервов в Китай. Это будет непростой процесс, поскольку приток капитала будет означать укрепление юаня, и вряд ли Китай пока готов пойти на это.

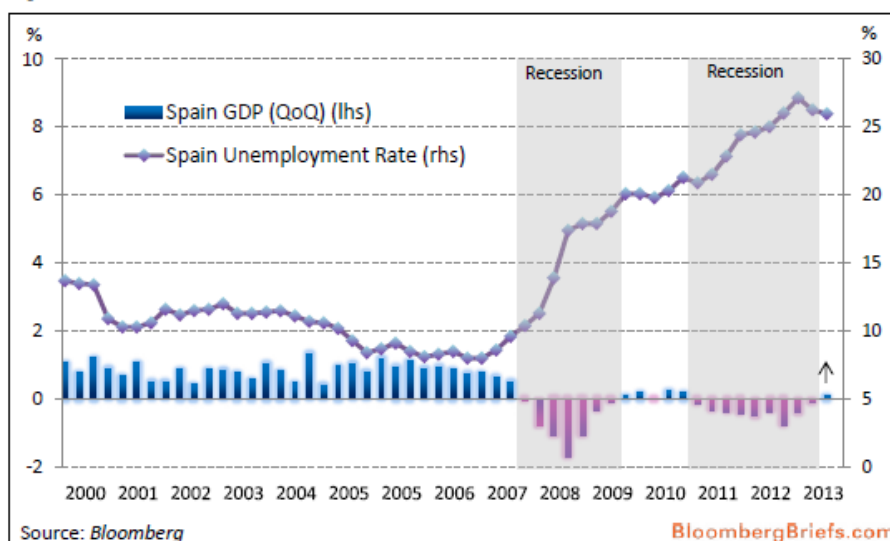


Рубль продолжает оставаться “крепким”. Вчера за последние пару дней по другим сопоставимым валютам прошла коррекция, но рубль (и норвежская крона) не участвуют в этом процессе. Мы ожидаем некоторого ослабления рубля до конца года. Похоже, что есть сезонность - в преддверии высокого сезона Россия наращивает импорт товаров, что временно снижает рубль. Этот процесс сменяется укреплением в первые месяцы года. Мы также напоминаем, что наша оценка равновесного курса сейчас составляет примерно 32.5 руб./\$.

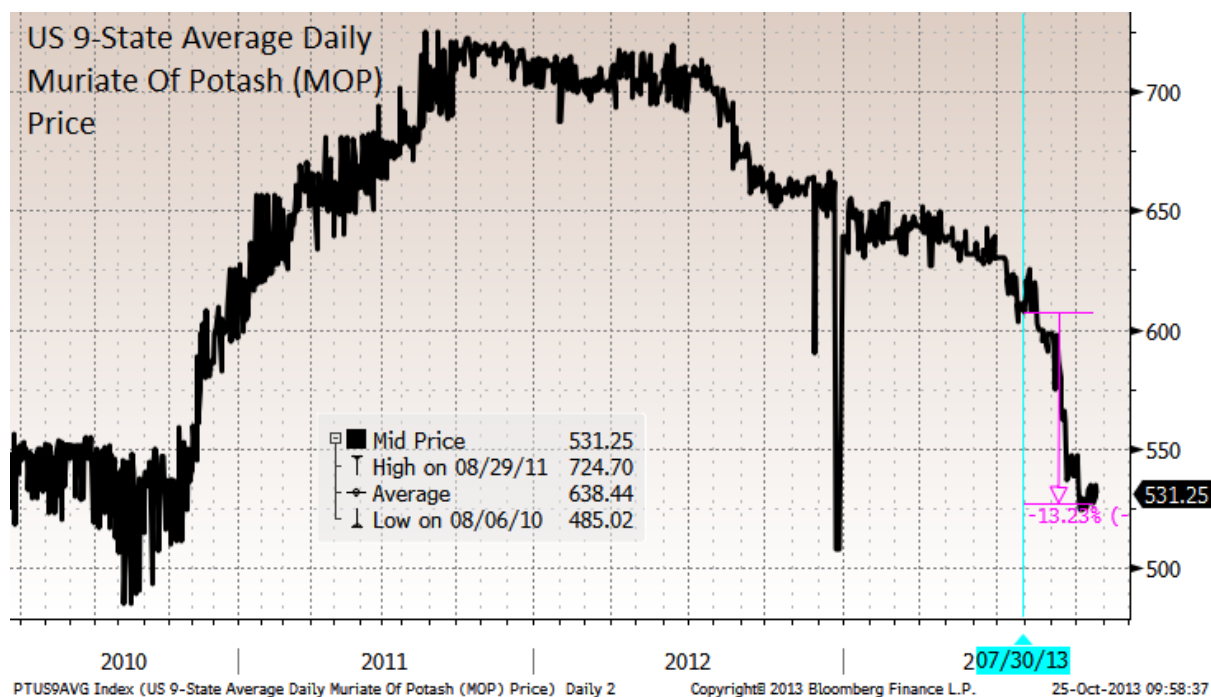
Разное:

- Испания вчера сообщила о выходе из рецессии в 3-м квартале. Также немного упала безработица.

Spain's Jobless Rate Falls as Recession Ends



- До сих пор сохраняется большая неопределенность в связи с решением “Уралкалия” сменить стратегию продаж. Вместо бытовавшего принципа “цены превыше объема”, компания перешла на вариант “максимум объема, цена не важна”. Это должно было обвалить цены, но перспективы падения не слишком ясны. Рынок калия разрозненный, широко доступная статистика МВФ по ценам FOB в Ванкувере явно запаздывает. Эффект изменения цен можно попробовать оценить по более оперативным индексам. Bloomberg industries рассчитывает ежедневно цены по 9 штатам в США. С момента объявления о смене стратегии “Уралкалием” этот индекс упал примерно на \$100 за тонну. Если считать, что издержки в транспортном плече, маржа посредников осталась прежней, то это означает падение цен продаж калийных компаний (в данном случае - преимущественно канадских) точно на эту же величину. Если средняя цена реализации калийных удобрений мировыми производителями в последний год была немногим выше \$400 за тонну, то сейчас она должна была опуститься на уровни чуть выше \$300. Это примерно совпадает с первоначальными оценками, и чуть лучше пессимистических ожиданий, предполагавших цены ниже отметки в \$300. Не стоит, конечно, забывать, что прошло мало времени и рынки могут еще сдвинуться.



Можно просчитать влияние этого на экономику компаний. Таблицы ниже представляют расчет отчета о прибылях и убытках в пересчете на тонну.

Уралкалий - в пересчете на тонну калия	2012	2011	2010	2009	2008
Средняя цена сбыта	433	323	336	406	527
Коммерческие расходы	-85	-58	-83	-73	-83
Чистая цена сбыта ("за воротами")	349	265	252	333	444
Себестоимость производства	-109	-82	-77	-107	-79
Административные издержки	-25	-20	-32	-46	-27
Операционная прибыль на тонну	215	162	143	180	338
EBITDA	260	191	158	197	347
Операционные издержки	-219	-161	-193	-226	-189
Денежные издержки (без	-173	-132	-178	-209	-180
Амортизация	-46	-29	-15	-16	-9

Potash Corp в пересчете на тонну	2012	2011	2010	2009	2008
Sales/tonn	425	426	372	386	468
Транспорт/тонна	-27	-26	-32	-28	-24
Net Sales	399	400	339	359	444
COGS	-144	-109	-115	-144	-92
Администр. (пропорц.gross marg)	-30	-26	-36	-44	-52
Операционная прибыль на тонну	224	266	189	170	299
EBITDA	203	251	173	158	289
Полные издержки на тонну	-201	-161	-183	-216	-169
Денежные издержки полного цикла	-179	-145	-167	-205	-159
Potash Depr. and amort.	-22	-15	-15	-12	-9

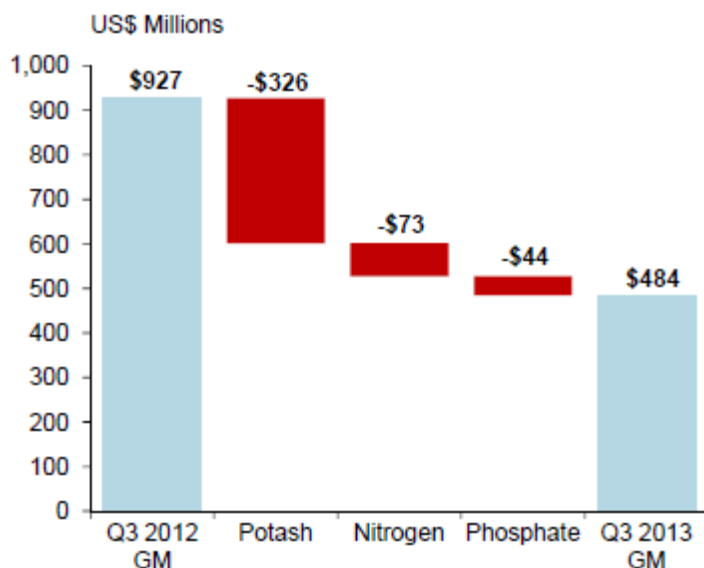
Рассматриваемые компании получали операционную прибыль (до уплаты процентов и выплаты налогов) в размере \$200 за тонну. Падение цен сбыта на сотню означает сокращение операционной прибыли примерно в два раза, до величин порядка сотни на тонну. Это все равно лучше, чем было в 90-х и начале "нулевых", когда прибыль

измерялась несколькими десятками долларов на тонну.

Интересно, что K+S, считающийся наименее эффективным производителем из крупных, даже при таких ценах будет сохранять положительную маржу прибыли, те самые несколько десятков долларов на тонну.

Показатели K+S (Кали унд Зальц)						
На тонну	FY 2012	FY 2011	FY 2010	FY 2009	FY 2008	FY 2007
Выручка	424	428	351	456	504	235
Издержки	281	280	261	381	251	205
EBIT	143	148	89	74	253	30
EBITDA	161	167	107	102 na	na	na
DA	18	19	17	27 na	na	na

- Связанная новость. Вчера [PotashCorp отчитался по прибыли за 3-й квартал](#), отчасти включающей эффект провала. Отчетный период заканчивается 30 сентября, так что в новых условиях компания проработала 2 месяца, а с учетом заключенных ранее контрактов полный эффект мы увидим заметно позже. Вот график [из презентации](#), показывающий снижение прибыли компании, произошедшее преимущественно из-за калия. Компания сообщила, что цена продаж в 3-м квартале упала до \$307 за т. по сравнению с \$429 в аналогичном периоде прошлого года, что примерно подтверждает расчеты выше. Также заметно упали объемы, покупатели сократили покупки ожидая лучших ценовых условий.



- Вчера продолжилась череда публикаций флэш-индикаторов PMI. Вслед за Китаем появились промежуточные оценки по экономике Еврозоны. Согласно предварительным данным, экономика продолжает расти, хотя более медленными темпами, чем в последние месяцы. Композитный индекс PMI опустился в октябре до 51,5 с сентябрьских 52,2 пунктов, преимущественно за счет ухудшения условий в секторе услуг. Цифры PMI указывают на рост ВВП около 0,2% q/q в начале четвертого квартала. Преждевременно делать выводы о том, что экономика Еврозоны теряет инерционность и продолжит дальше замедляться. В этом году после банковского кризиса экономика Еврозоны, наконец, восстановилась и вырвалась из зоны рецессии, что уже является позитивным сигналом. ЕЦБ продолжит предпринимать шаги для стабилизации состояния дел в экономике.

Любопытно, что повышение деловой активности наблюдается не только в крупнейших экономиках Германии и Франции, но и среди периферийных стран.

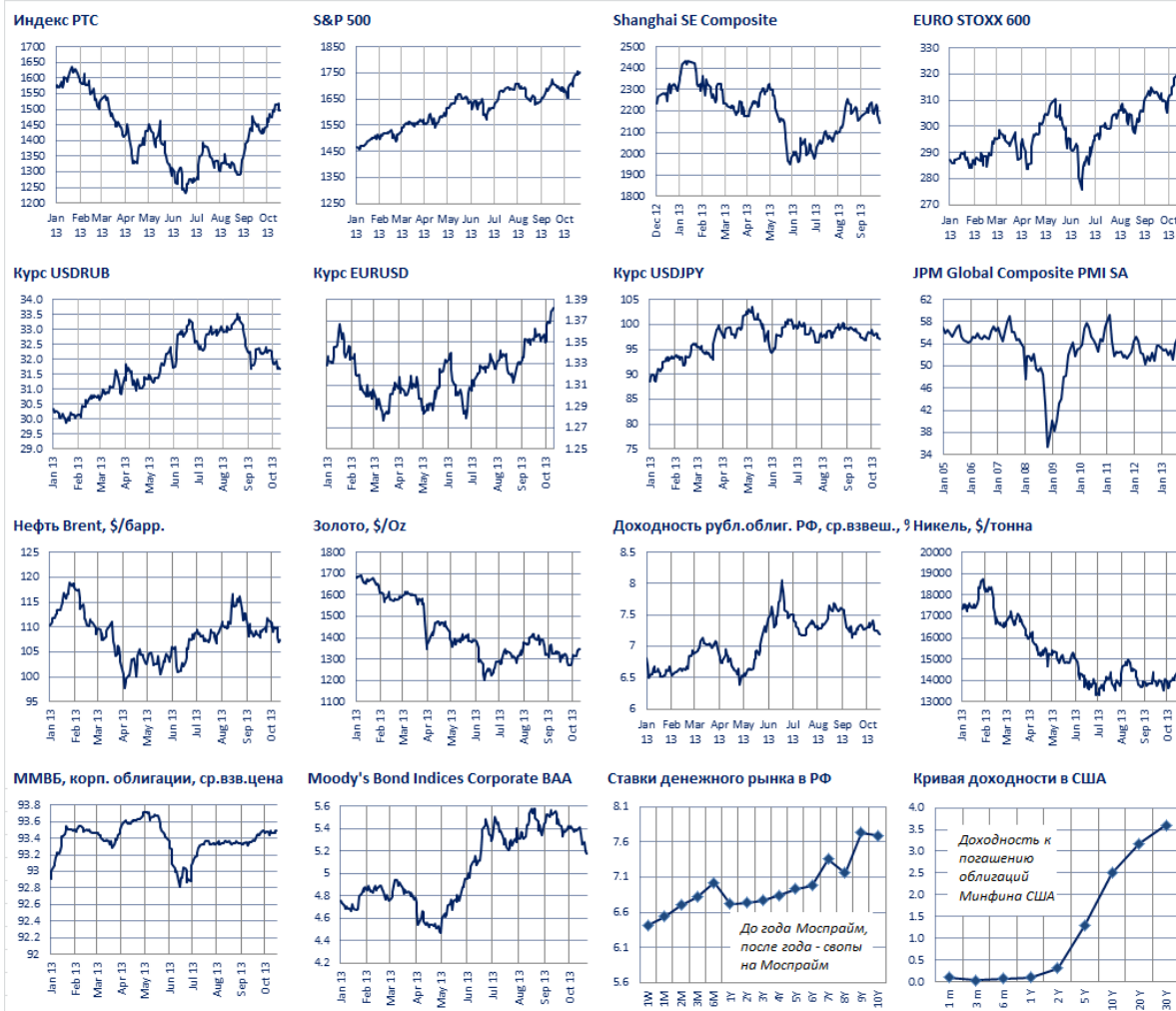
Markit (Flash) Eurozone PMI and GDP



- **Приватизация пакета «Алросы» всё-таки состоится.** Вчера в СМИ просочилась информация, что книга заявок подписана полностью. Цена установлена ближе к нижней границе диапазона, т.е. исходя из оценки компании в примерно \$8 млрд. Значительную часть акций выкупили иностранные инвестфонды, также существенную долю, судя по данным «Ведомостей» выкупил НПФ «Благосостояние».
- **«Русал» может снизить прибыль из-за действий Лондонской биржи металлов (LME).** Сейчас очереди на поставку алюминия со складов биржи составляют более 100 дней. Если же потребитель хочет получить товар быстрее, то должен заплатить премию (её размер см. ниже). При себестоимости производства алюминия у «Русала» в \$1870 за т. и текущей цене на LME в \$1822 за т. они позволяют избегать значительных убытков. Сейчас же биржа хочет отпускать со складов на 50% больше алюминия, чем принимать от поставщиков, пока время в очереди для потребителей не снизится до 100 дней. Это приведёт к падению величины премии, которую участники рынка оценивают в \$150 за т. после изменения правил против нынешних \$245 за т. Впрочем существенного негативного влияния это не окажет - премия действует лишь для поставок, которые нужны срочно, основной же объём продаётся по текущей цене LME.



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.