



Главное:

- Санта Клаус едет по католическому миру и раздает подарки
- Представители Конгресса соберутся на переговоры об «обрыве» 27 декабря, у них останется только 3 рабочих дня
- Бельгийцы продают «Абсолют банк» недорого, р/bv=0.7

Накануне:

Standard & Poor's 500 и STOXX Europe 600 незначительно снизились, оба на 0.2%. Индекс ММВБ потерял 0.4%. В значительной степени это объясняется укреплением рубля на 0.8% до 30.6 руб./\$, так что долларový РТС вчера вырос на 0.24%. Напомним, что сейчас оба индекса идентичны по составу.

По-прежнему нет значимых новостей, поэтому пишем об «обрыве»:

- 1) Прекратят действие бушевские сокращения налогов и они станут как были при Клинтоне (предельная ставка вырастет с 35% до 39.6%, для лиц с доходами выше \$500). Это +\$312 млрд. увеличения налогов.
- 2) Секвестр бюджета для военных на \$55 млрд. и еще \$55 млрд. по другим расходам. Вместе \$110 млрд.
- 3) Заканчивают действие кризисные налоговые каникулы еще на \$108 млрд.

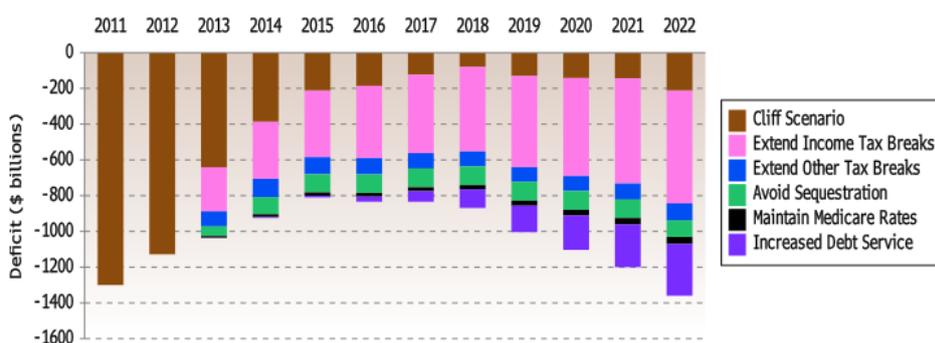
Есть дополнительные сокращения расходов, включая медицину, что доведёт размер сжатия дефицита до \$600+ млрд., составляющие примерно 4% от ВВП США 2013, который равен ~\$16 трлн.

По прикидкам авторитетного Congressional Budget Office (CBO), результатом станет рецессия на 0.5% (см. справа, первый столбик в нижней части). Предположительно, наибольшее снижение придется на первую половину 2013, а во втором квартале она уже прекратится. Если удастся договориться о сохранении

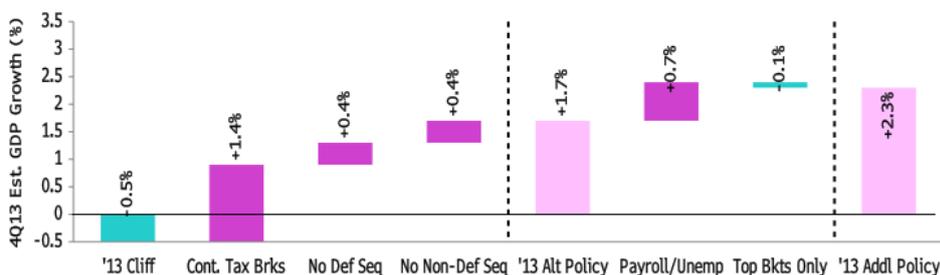
Лидеры изменений на ММВБ



Reversing major components of the fiscal cliff could dramatically increase the deficit in the long run...



...but will support GDP growth in the short run



налоговых каникул Буша, ВВП в 2013 году вырастет +0.9%. Если удастся избежать сокращения оборонных и необоронных расходов, это добавит еще +0.4% к росту по каждой статье, а все вместе доведет рост до +1.7%. Дополнительные меры могут позволить поднять рост до +2.3% в «альтернативном» сценарии СВО.

За отсутствие рецессии придется платить большим размером дефицита бюджета и большим размером долга (верхняя часть скриншота на предыдущей странице)

Технически размер возможной рецессии рассчитывается (как СВО, так и другими) через умножение статей в деньгах на соответствующие «фискальные мультипликаторы» (см. справа один из вариантов расчета из «калькулятора обрыва» Блубмерг). Есть заметная неопределенность относительно размера фискальных мультипликаторов по каждой их статей, так что никто наверняка не знает насколько тяжелым или легким может оказаться «обрыв».

Почему это должно волновать? Потому что считается, что замедление экономики Штатов должно привести к потере роста другими экономиками мира и оказать влияние на финансовые рынки. Так, ниже показана пара слайдов из документа МВФ (ист.: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070912.pdf>)

Estimate the impact of various components of the fiscal cliff on 2013 Real GDP Growth

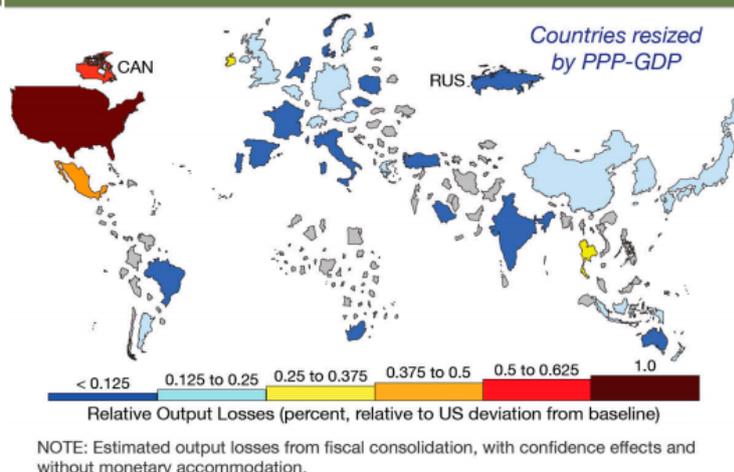
FY2012 Nominal GDP (\$ B)	15,797	FY2013 Price Deflator	1.6%
FY2013 Real GDP Growth*	3.5%	FY2013 Baseline Nominal GDP Growth	5.1%

Cliff Component		Amt (\$ B)	% of GDP	Fiscal Multiplier
I. Cut Spending	Defense	-55	-0.3%	1.50
	Non-Defense	-55	-0.3%	1.00
	2013 Nominal GDP	16,458		
	Implied Real GDP Growth	2.6%	Impact	-0.9%
II. End Bush-era Tax Cuts (*1)	Lower Income	-32	-0.2%	1.50
	Higher Income	-280	-1.8%	0.50
	Total Tax Cuts	-312	-2.0%	
	2013 Nominal GDP	16,405		
Implied Real GDP Growth	2.2%	Impact	-1.3%	
III. Eliminate Payroll Tax Holiday (*2)	Lower Income	-100	-0.6%	1.00
	Higher Income	-8	-0.1%	0.50
	Total Tax Cuts	-108	-0.7%	
	2013 Nominal GDP	16,493		
Implied Real GDP Growth	2.8%	Impact	-0.7%	

#### 14 US Fiscal Cliff - Estimated US Output Losses in 2013

	Fiscal Multipliers	GIMF Model	GPM Model	G35 Model
<b>Output Losses</b>	Percent deviation from baseline			
Without Monetary Accommodation	...	-2.7	-2.0	-4.8
(Implied Fiscal Multiplier)	...	0.9	0.6	1.6
With Monetary Accommodation	-1.8	-1.2	...	-4.0
(Implied Fiscal Multiplier)	0.6	0.4	...	1.3
<b>Technical Assumptions</b>				
Persistence of Fiscal Consolidation	N/A	Permanent	N/A	Temp but persistent
Financial Market Confidence Effects				
Bond Market	None	-50 bps LT Yield	None	-15 bps LT Yield
Stock Market	None	None	None	-15 % equity price

#### 15 US Fiscal Cliff - Simulated Output Losses (2013)



Влияние на экономику не слишком большое (доли процента для России). МВФ дает оценку возможного падения в случае «обрыва» на 6-12% для нефти, 3-6% по другим группам товаров. Фондовый рынок по их подсчетам должен упасть на 15%. В таком случае, мы полагаем, российский фондовый рынок может упасть на 20-25%, как более волатильный и «с большей бетой».

## Разное:

Bloomberg сообщает, что крупнейший бельгийский банк KBC собирается за €1 млрд. (\$1.3 млрд.) продать российский «Абсолют банк» «группе компаний, управляющих вторым по величине негосударственным пенсионным фондом» («Благосостояние»).

Новость выглядит ошарашивающе, поскольку собственный капитал «Абсолюта» составляет \$530 млн. (tangible common equity), а цифра в \$1.3 млрд. предполагает весьма щедрый ценник,  $p/bv=2.6$ . Однако оказывается, что KBC получит €300 млн. за банк, плюс, €700 млн. финансирования, предоставленного банку. За собственный капитал будет уплачено  $€300 \cdot 1.32 \text{ \$/€} = \$396$  млн., что предполагает скромный  $p/bv=0.75$ .

Это вполне соответствует нынешним ценам, коль скоро лидер рентабельности (ROE=20%+) среди крупных банков РФ – «Сбербанк» - торгуется с  $p/bv=1.3$ . Остальные банки не могут похвастаться хорошей отдачей, поскольку имеют более дорогие пассивы, из-за подразумеваемого «риска».

Другой интересный вопрос – зачем иностранцы продают российские банки. Ответ – это регуляторное давление. Бельгийская KBC Groer NV получила финансирование в ходе кризиса и подписала соглашение о продаже зарубежных активов.

Этот банк уже сократил взвешенные по риску активы на 32%, как результат соглашения с регулятором, а с 2009 года продал около 20 подразделений.

В итоге мы имеем резкое изменение тренда: сначала иностранные банки активно «тарились» российскими банками в 2007-2008 году под  $p/bv=3-4$ , сейчас продают их обратно ниже 1.

Иностранные банки в условиях регуляторного давления и «делевереджа» просто не имеют возможности пересидеть и дожидаться более выгодных цен, они вынуждены выполнять обещания.

Остается вопрос, почему они так дорого покупали перед кризисом? Есть две версии: иррациональная и рациональная. Первая предполагает, что был ажиотаж – сработал эффект толпы (bandwagon effect), идеология «и я тоже» (me too). Вторая – что иностранные банки пытались застолбить себе место в России, чтобы иметь плацдарм в случае положительного развития событий. В таком случае они могли бы быстро увеличить вложения в российскую отрасль, получить дополнительный «положительный NPV». Это представляет собой «реальный опцион» (пользуясь терминами корпоративных финансов).

Правда, вероятно, где-то посередине. Наш анализ (как будто мы находимся в 2007 году, и этот сценарий не включает кризис!) показывает, что преобладала иррациональность, и иностранцы скорее переплачивали. Некоторые выдержки из него в разделе

Target Name	P/BV	ROE
Ханты-мансийский банк	0,88	2,85%
Транскредитбанк	0,86	16,71%
Московский кредитный банк	1,06	1,94%
МТС-банк	1,43	-3,32%
Совкомбанк	1,08	20,07%
Тинькофф кредитные системы	4,12	25,93%
Столичное кредитное товарищество (Алор банк)	1,26	1,18%
Абсолют банк	0,6	35,20%

---

«напоследок».

Для сравнения выше приводим таблицу мультипликаторов, по которым в 2012 г. покупались российские банки. Выдающийся показатель рентабельности собственного капитала (ROE) «Абсолют банка» в 2011 г. был связан, во-первых, с высвобождением резервов на возможные потери по ссудам, во-вторых, с некоторым повышением чистых процентных доходов. Такой результат не является стабильным, в 2010 г. у банка был убыток почти в 2 млрд. руб. против прибыли в 6,8 млрд. руб. в 2011 г.

«Благосостоянию» эта сделка выгодна, как из-за возможности учесть почти 6 млрд. руб. в качестве инвестиционного дохода за счёт «скидки» к капиталу, так и благодаря уже имеющемуся в собственности банку «Кит финанс», который будет объединён с «Абсолютом» и сможет войти в топ-30 российских банков по размеру капитала.

- «Транснефть» завершила строительство трубопровода «Восточная Сибирь – Тихий океан», запустив участок от Сковородино до порта Козьмино (ВСТО-2). В результате мощности компании могут быть увеличены до 50 млн. тонн в год. Основными поставщиками нефти по ВСТО являются «Роснефть», «ТНК-ВР» и «Сургутнефтегаз». В перспективе увеличить поставки намерена «Газпром нефть», поэтому проблем с заполнением трубопровода мы не видим. На ВСТО действует более высокий по сравнению с другими направлениями «Транснефти» тариф в \$10 за барр. Однако из-за того, что в ВСТО принимается нефть ESPO, которая дороже Urals, для нефтяных компаний выгоднее экспортировать восточносибирскую нефть в Азию.
- «Роснефть» определилась с финансированием покупки 50% ТНК-ВР у британцев. Половина необходимой суммы или \$16,8 млрд. предоставят 15 международных банков по ставке *libor*+ годовых в виде двух кредитов. Эта сумма практически полностью покрывает денежную часть сделки с ВР. Оставшаяся часть будет оплачена 12,84% собственными акциями «Роснефти». Дополнительно «Роснефть» договорилась с нефтетрейдинговыми компаниями Glencore и Vitol получить финансирование в качестве предоплаты за поставку нефти до 67 млн. т. Срок контракта составляет 5 лет, поставки начнутся с 2013 года. Ежегодно «Роснефть» и ТНК-ВР будут поставлять до 13,4 млн. т. нефти или порядка 7% их совместной добычи. Общая стоимость контракта оценивается в \$50-55 млрд., предоплата, вероятно, составит до \$10-15 млрд. Эти средства плюс еще около \$14 млрд., которые «Роснефть» сможет получить от международных банков (в ноябрьском проспекте компания заявила о наличии договоренности с банками о кредите на сумму до \$30 млрд.) будут использованы для покупки 50% ТНК-ВР у ААР. «Роснефть» планирует полностью закрыть сделку в первой половине 2013 г.

## Местное:

---

- «Уралхим», крупнейший российский производитель минеральных удобрений, в состав которого входят «Минеральные удобрения» и

---

«Азот», привлёк синдицированный кредит в размере \$220 млн. сроком на 5 лет. Средства будут направлены на частичное рефинансирование долга, который по состоянию на 30 сентября составлял почти \$1 млрд. В результате 51% собственных акций «Уралхима» и принадлежащие ему ценные бумаги других компаний, выступая обеспечением по ранее привлекаемым кредитам, будут освобождены из-под залога.

- «Минеральные удобрения», входящие в «Уралхим», заключили договор на поставку газа в 2013-16 гг. с «Новатэк-Пермь». Сумма контракта составляет 10,09 млрд. руб. Ранее основным поставщиком являлся холдинг СИБУР, который до начала 2011 являлся одним из собственников «Минудобрений».

## Напоследок. Кейс Барклис–Экспобанк.

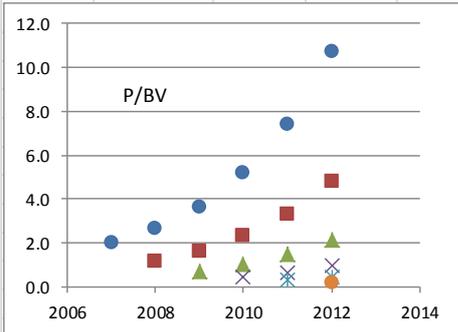
### Был ли реальный опцион?

---

- Британский Barclays купил Экспобанк в марте 2008 за \$745 млн. P/BV=4 и переименовал российскую дочку в ООО «Барклайс Банк».
- В начале 2011 года Barclays списал гудвил в размере \$392 млн. Это - признание бухгалтерами и менеджерами, что покупка была слишком дорогой.
- После списания гудвила остаточная стоимость покупки \$353 млн. этим самым бухгалтера Barclays как бы говорят, что адекватная ("справедливая") стоимость российского банка должна бы составить  $P/BV = 4 * (353/745) = 1.9$
- В октябре 2011 года Barclays продал свою российскую дочку консорциуму инвесторов во главе с Ю.Кимом, банк вновь переименован в "Экспобанк ". От продажи получен убыток в \$103 млн., что предполагает цену продажи  $\$353 - \$270 = \$83$  млн.
- Собственный капитал BV на конец 2010 составлял 5.516 млрд. руб. или \$183 млн. по условному курсу 30 руб./долл. Мультипликатор продажи экспобанка  $P/BV = 0.45$ .
- Общие потери от этой операции для Barclays составили более \$600 млн. долларов ( $\$745 - \$83 = \$662$ ).
- Мы попытались рационально обосновать цену покупки Экспобанка в 2007 году с помощью «моделей оценки гибкости». Это «деревья решений» и «реальные опционы» с биномиальной моделью. Наш анализ показывает, что даже с помощью этих техник было трудно обосновать  $P/BV=4$ , если использовать реалистичные предположения о будущем.
- Один из вариантов, ROV мы представляем ниже, для иллюстрации. Интересующиеся могут написать нам по [tidivi@yandex.ru](mailto:tidivi@yandex.ru). Мы вышлем полную модель, а также слайды с семинара и ссылку на звуковую дорожку.

- Наш вывод – в буме цен банков 2007-2008 преобладали иррациональные мотивы (ажитаж), нежели действительно была гибкость, заслуживающая столь высоких мультипликаторов.

предположим, что опциональность есть только до 2012 года				Будущие "состояния мира" (future states of the world)						
Шаг, лет			1		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Сигма (волатильность)			40%		0	1	2	3	4	5
Ставка безрисковая		4.4%		BV_DCF_no_flex	186	246	297	343	385	424
		BV=	186	P/BV_noflex	1.98	1.77	1.64	1.56	1.50	1.45
		Без гибкости=	369							
		Расширяем BV в 3 раза если >	3	Откл. P/BV, раз	1.0	1.5	2.2	3.3	5.0	7.4
		Сокращаем пополам, если <	0.6			0.7	1.0	1.5	2.2	3.3
up	1.49	q_up	46%				0.4	0.7	1.0	1.5
down	0.67	q_down	54%					0.3	0.4	0.7
									0.2	0.3
										0.1
					2007	2008	2009	2010	2011	2012
				P/BV	2.0	2.6	3.7	5.2	7.4	10.7
						1.2	1.6	2.3	3.3	4.8
							0.7	1.0	1.5	2.2
								0.5	0.7	1.0
									0.3	0.4
										0.2
				Решения	Go	Go	Expand	Expand	Expand	Expand
						Go	Go	Go	Expand	Expand
							Go	Go	Go	Go
								Contract	Go	Go
									Contract	Contract
										Contract
Капитализация без гибк			369	Real Option Value	528	982	1821	3237	5276	8233
Стоимость гибкости			528			191	359	783	1793	3232
Капитализация с гибкостью			898				66	32	0	0
P/BV с гибкостью			4.82					100	62	0
									141	119
										170



# Конъюнктура:

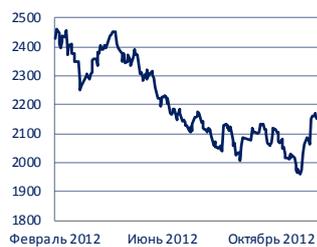
Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Курс BRL/USD



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Серебро, \$/Oz



Никель, \$/тонна



# 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](http://www.p-fondy.ru)

## КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Чечулин Михаил Павлович  
Генеральный директор  
тел. (342) 210-59-91, [cmp@pfc.ru](mailto:cmp@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.