

## Обзор рынков.

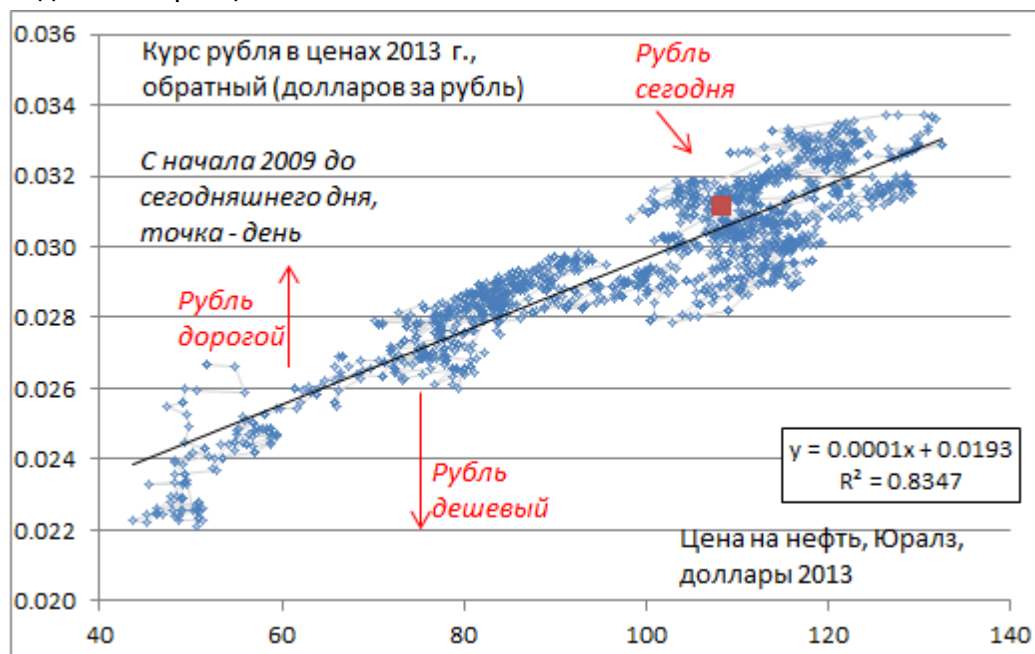
Четверг, 26 сент. 2013

- По слухам, появился новый [претендент на владение Уралкалием](#) - "Онэксим" [М.Прохорова](#). А Керимов, по тем же слухам, хочет продать акции на 30% дороже текущей рыночной. В.Баумгертнера выпустили из СИЗО.
- Рубль "ослабел", и вновь выше 32-32.1 руб./\$ на текущий момент. Снижение рубля случилось синхронно с другими валютами и отражает рост доллара в мире.
- При этом [ЦБ РФ продолжает проводить скромные интервенции \(~\\$68 млн. в день\)](#) стремясь укрепить рубль. Мы считаем - напрасно. Рубль уже достаточно "крепок".

### Комментарий:

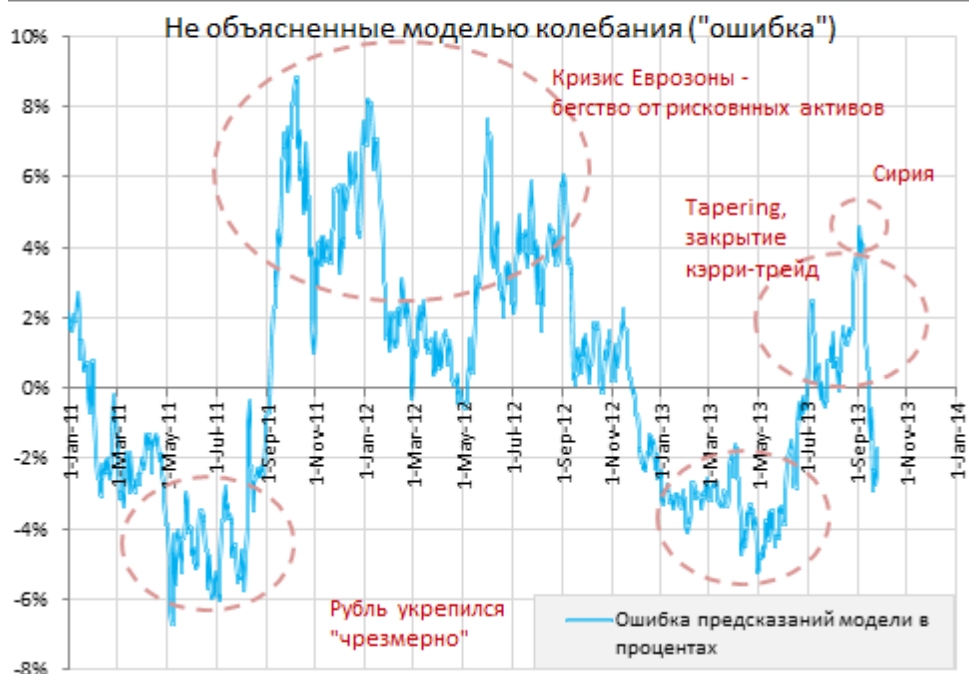
Рынки продолжают показывать не слишком большие изменения. S&P500 минус 0.4%, Европа по STOXX 600 вчера почти не изменилась, минус 0.06%. Индекс ММВБ вырос +1%. Особых причин для этого не было видно, кроме многолетнего факта, что это один из самых дешевых (если не самый дешевый) рынков акций в мире с мультипликатором  $p/e_{2013est}=4.4$

Мы регулярно ссылаемся на нашу модель обменного курса и провели очередное ее "обновление". Сердцевина модели - регрессия в постоянных ценах отраженная на графике ниже. Она находит статистическую зависимость (отражена уравнением и сплошной линией), объясняя движения рубля (обратный курс, долларов за рубль) колебаниями нефти. Мы используем ежедневные значения с 2009 года до текущего дня и пересчитываем обменный курс и цены на нефть в текущие цены, используя индексы инфляции в РФ и США.



- Поскольку в России довольно большая инфляция, это приводит к тому, что актуальные предсказания модели постоянно "плывут". Если предположить, что в начале года был курс 32 руб./\$, за год в РФ была инфляция 6%, а в

США - 2%, то на конец года эквивалентный курс составит  $32 \cdot (1+6\%) / (1+2\%) \approx 32 \cdot (1+4\%) = 33.26$  руб./\$. То есть предсказания курса в начале года и в конце года при одной и той же нефти отличаются из-за инфляции.



- Влияние инфляции можно понять следующим образом. Рост цен означает одновременно рост доходов российских экономических агентов (населения и бизнеса) в номинальных рублях, так что они могут позволить себе покупать больше импорта, если курс неизменен. Спрос и предложение на иностранную валюту балансируется так, что экспортные доходы минус импортные расходы покрывали отток капитала из страны (также есть некоторые менее важные статьи платежного баланса, которые мы опустили). Чтобы этот баланс

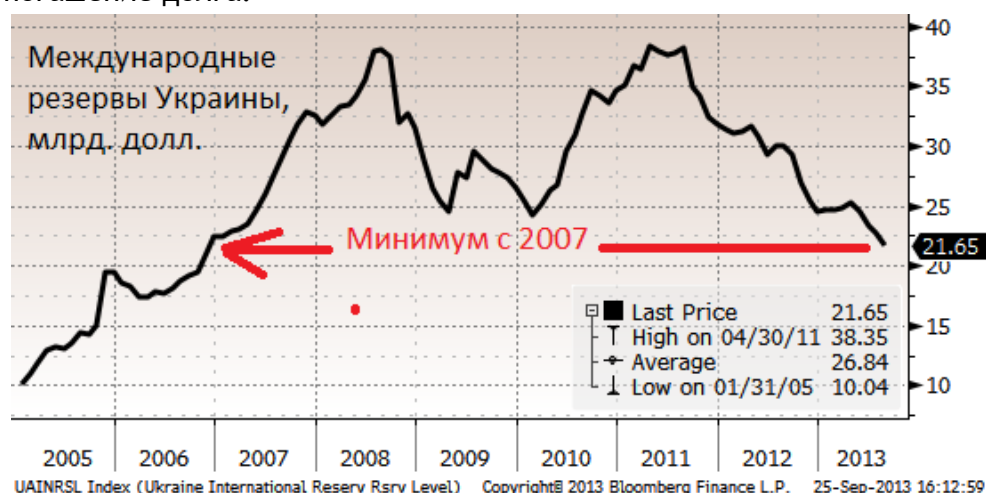
соблюдался при опережающем росте индекса рублевых цен номинальный курс рубля будет снижаться.

- Есть еще одна, хотя и менее важная причина того, что оценочные коэффициенты модели со временем тоже смещаются. Это происходит по мере накопления новой информации.

Актуальные предсказания модели на текущую дату - 32.6 руб./\$. Так что в терминах модели рубль по прежнему слишком "крепкий", хотя отклонение не слишком большое - 1.7%.

## Разное:

- Вчера [Росстат опубликовал очередную еженедельную инфляцию](#) по состоянию на 23 сентября, которая накопленным итогом с начала года составила 4.7% (+0.1% за неделю). Напомним, что Росстат считает еженедельную инфляцию по сокращенному набору товаров, так что она не является точным измерением. Видимо поэтому ее не дают в привычном всем формате за 12 месяцев.  
Год назад на это же время накопленная инфляция составляла 5.1%, разница 0.4%. Теперь, если предположим, что оставшиеся 3 месяца 2013 года рост цен будет проходить в том же режиме, как было в 2012 г., можно дать прогноз годовой инфляции. В 2012 году за полный год CPI RU показал на 6.6%, тогда в 2013 году его можно ожидать на  $6.6\% - 0.4\% = 6.2\%$ . Все же мы полагаем, что рост цен до конца года будет проходить медленнее, что позволит вписаться в правительственный прогноз 5-6%. Похоже, цифра будет не многим ниже 6%.
- ГК «ПИК» существенно улучшила результаты за I полугодие 2013 г. Выручка к аналогичному периоду прошлого года выросла на 72%, до 25 млрд. руб., EBITDA увеличилась в 3,3 раза, до 6 млрд. руб., чистая прибыль составила 2,6 млрд. руб. против убытка в прошлом году в 0,9 млрд. руб. Значимо также то, что чистый долг компании сократился на 38%, до 36,8 млрд. руб., коэффициент Чистый долг/EBITDA теперь составляет 3,8 против 20,4 в конце прошлого полугодия. Этому во многом помогло проведенное в июне 2013 г. SPO, деньги от которого были направлены на погашение долга.

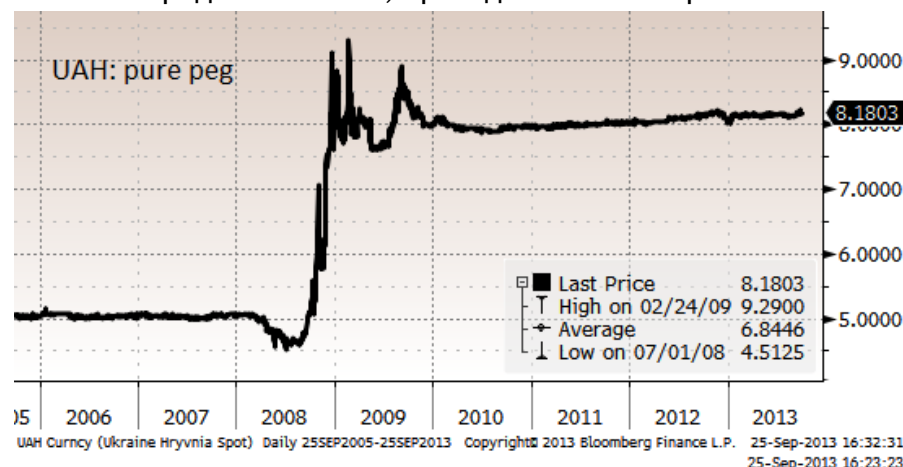


- Мы даем серию графиков посвященных Украине. Страна находится на грани кризиса или девальвации, если судить по падающим резервам. На днях агентство Moody's выставило стране рейтинг Caa1 с негативным прогнозом. Такой рейтинг

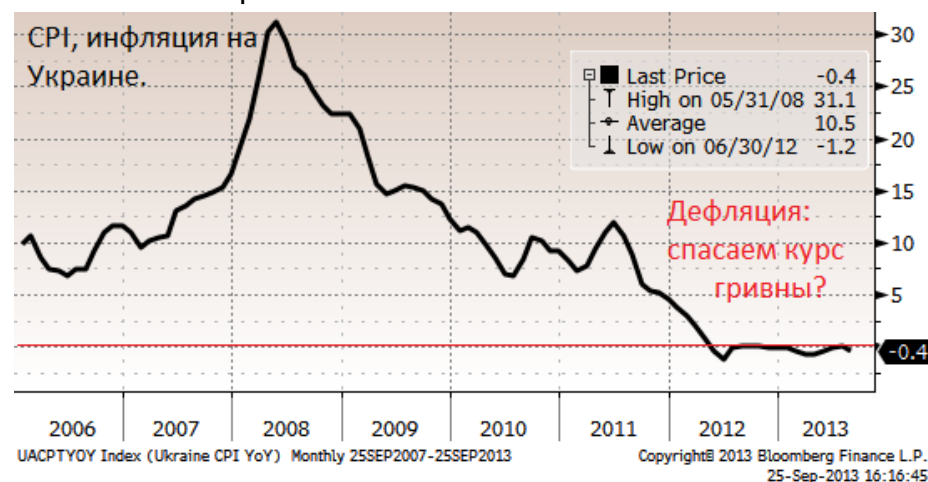
немногим лучше дефолта, так что заявление Moody's вызвало обвал на рынке еврооблигаций страны. Вот график доходности долларовой бумаги с гашением в 2016 году - 11.7% годовых.



При этом страна проводит политику привязки своей валюты к доллару. Такая политика сродни политике, проводившейся во времена золотого стандарта.

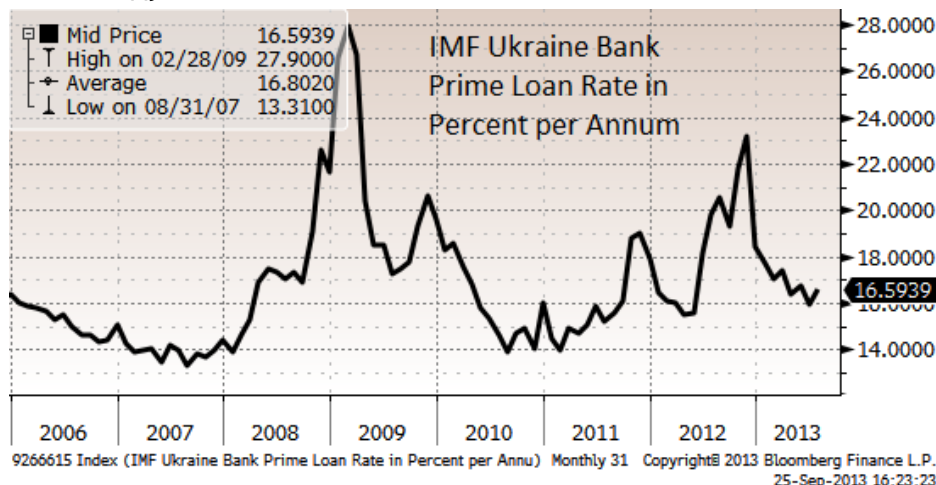


Когда из страны начинал утекать капитал, центробанк вынужден был поднимать ставки, чтобы сделать внутренние вложения привлекательными по сравнению с внешними альтернативами.

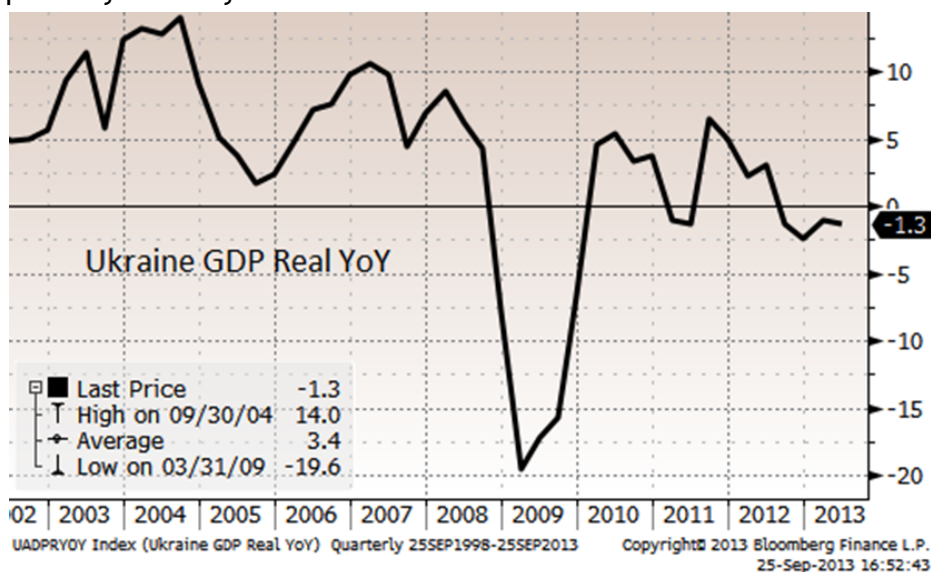


Результат - ужасен, страна находится в состоянии дефляции или нулевой инфляции. Что представляет собой жесткий поворот после большой инфляции в 30%

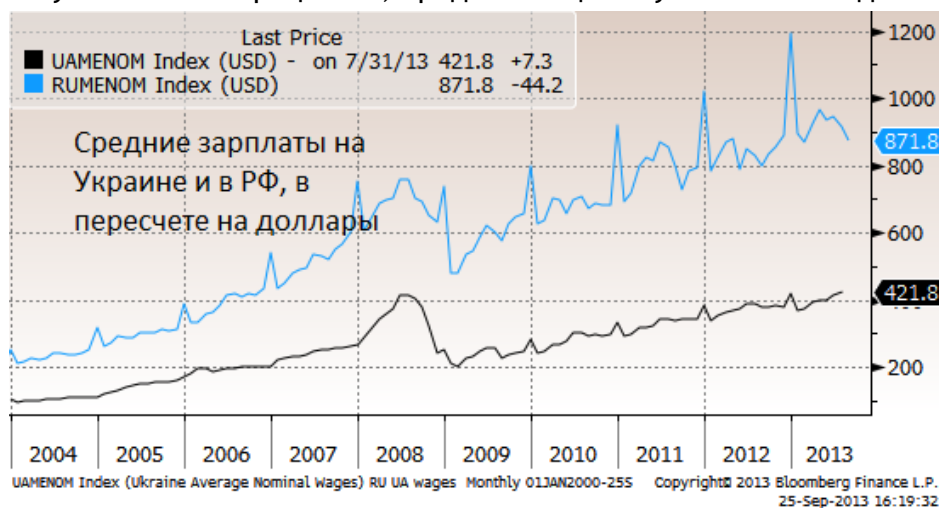
в 2008 году.



Жесткая монетарная политика приводит к тому, что качественный (prime) кредит выдается под 16.6% годовых, что при околонулевой инфляции означает огромную реальную ставку.



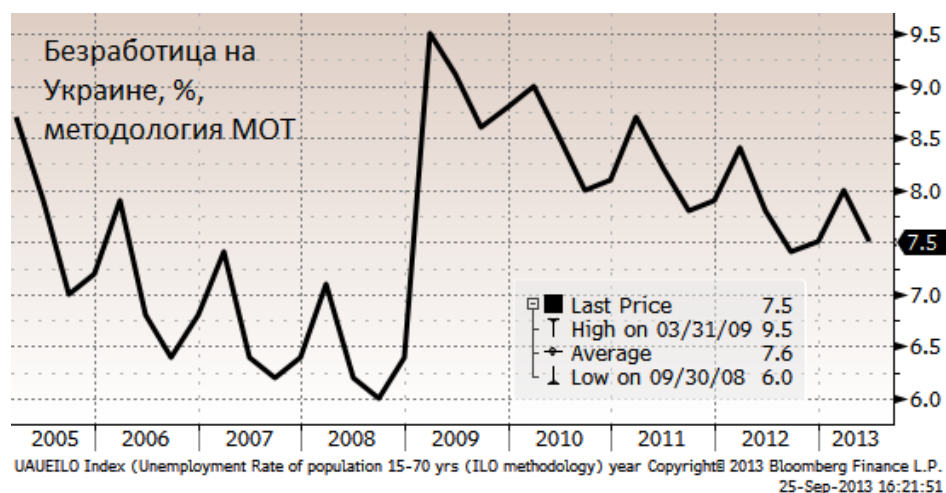
Результат этого - рецессия, продолжающаяся уже больше года.



Это происходит в небогатой стране, где зарплаты в долларовом выражении



примерно в 2 раза ниже, чем в России (а по ВВП на душу населения в пересчете по ППС, украинцы в 3 раза беднее россиян.). Это при том, что в стране не самая лучшая ситуация с занятостью.

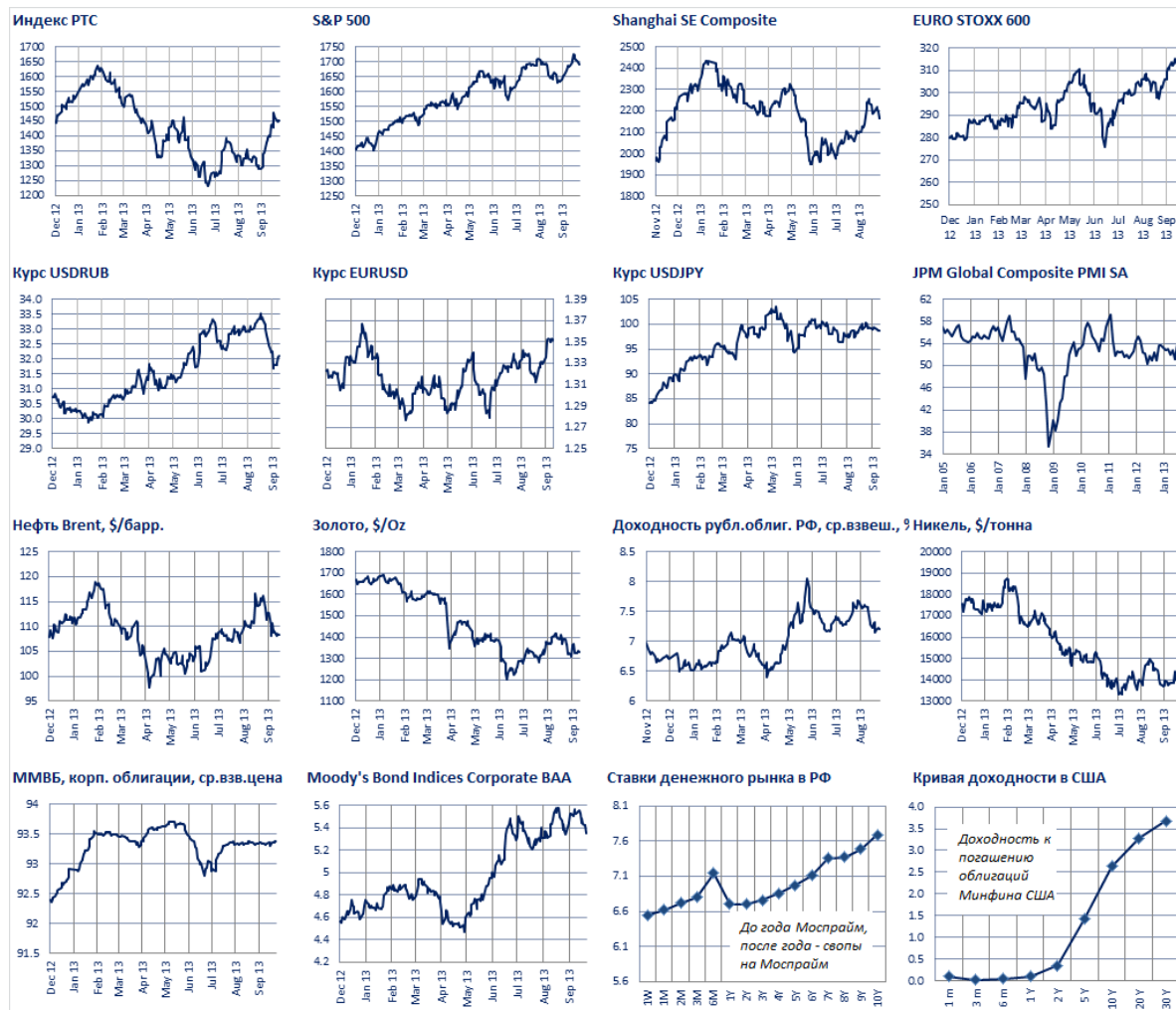


- **«НОВАТЭК» близок к завершению поиска инвесторов в проект «Ямал СПГ».** Компании остается сделать выбор между двумя серьезными претендентами – **японским** консорциумом Mitsui и Mitsubishi и **индийским** ONGC Videsh, Indian Oil Corp и Petronet LNG, претендующими на **10%** в проекте. На текущий момент в проекте участвует французская Total (20%) и китайская CNPC (20%, планируется завершить сделку к 1 декабря), и «НОВАТЭК». Предполагается, что участники войдут в проект с параметрами, аналогичными Total. Иными словами, за продажу оставшихся 30% китайской CNPC и одному из консорциумов «НОВАТЭК» выручит \$1,2 млрд. Выбор третьего партнера будет также зависеть от экспортных возможностей страны консорциума. Из соображений, что сейчас Япония является крупнейшим импортером СПГ, по данным ВР, у консорциума Mitsui и Mitsubishi шансов больше.

## Местное:

- **Новые слухи вокруг «Уралкалия»** - теперь пакетом С.Керимова интересуется «Онэксим» М.Прохорова. «Ведомости» со ссылкой на свои источники, утверждают, что переговоры идут, но покупателя не устраивает цена. Сейчас компания стоит порядка \$16 млрд., нынешние владельцы же оценивают её на треть дороже, в \$20 млрд., т.е. за пакет Керимова в случае согласия с ценой предложения нужно будет доплатить около \$900 млн. Деньги у «Онэксима» есть, зимой компания продала пакет акций «Полюс золота» за \$3,6 млрд. Среди претендентов на акции «Уралкалия» сейчас в СМИ называют очень многих - В.Когана, И.Сечина, А.Ротенберга, а вчера стало известно, что у компании появился новый акционер - 12,5% из облигаций в акции конвертировала китайская Chengdong Investment Corporation.
- **Сегодня стало известно, что гендиректор «Уралкалия» В.Баумгертнер переведён из СИЗО под домашний арест на съёмную квартиру в Минске.** Эту информацию подтвердил один из его адвокатов.  
<http://1prime.ru/companies/20130926/767012936.html>

## 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.

### Дисклеймер

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.