

Обзор рынков. Понедельник, 30 сент. 2013

- Республиканцы, следуя стратегии "[starve the beast](#)", блокируют принятие бюджета США. Рынки акций снижаются.
 - "[Government shutdown](#)". С 1 октября правительству США, возможно, придется прекратить работу и отправить чиновников в неоплачиваемые отпуска (кроме основных функций: полиция, армия...), если сегодня законодатели не выделяют необходимое финансирование.
 - "[Debt ceiling](#)". А 17 октября Минфин США достигнет предела заимствований, что вновь грозит техническим дефолтом.
- Форум в Сочи оказался интереснее, чем ожидалось.
 - Д.Медведев выступил как либерал, против засилия госкапитализма. А заодно вынудил И.Сечина пойти на выкуп акций миноритариев "ТНК-ВР".
 - Экс-либерал Г.Греф, напротив, проявил себя как сторонник госкапитализма и не желает, чтобы "Сбербанк" выплачивал дивиденды в 35% от прибыли.

Комментарий:

В пятницу индекс ММВБ потерял 0.9%, Европа по STOXX 600 упала на 0.3%, а США снизились по S&P 500 на 0.4%. Сейчас фьючерсы на S&P 500 находятся почти на 1% ниже, что предсказывает сегодня открытие с понижением из-за очередных политических пертурбаций в США.



Демократический процесс является далеко не идеальным способом правления. Республиканцы контролируют нижнюю [Палату представителей](#) (232 места против 200 у демократов) и могут блокировать принятие законов и периодически пользуются

этим. Вот и сейчас они пошли на шантаж.

Идеология республиканцев направлена против увеличения размеров правительства, ассигнований на социальные программы. Они считают, что это порождает иждивенчество. Для демократа Обамы социальные программы, напротив, находятся в приоритете. Республиканцы пытаются вынудить демократов пойти на уступки блокируя другие законы, порой, необходимые для функционирования страны. Сейчас камнем преткновения стала “[Obamacare](#)”, это принятый в 2009 г. закон по доступному медицинскому обеспечению, республиканцы хотят его отменить. До 2009 года США были единственной богатой страной в мире, где не было всеобщего медицинского обеспечения.

Итак, 1 октября наступает новый фискальный год, но бюджет правительства так и не утвержден. Без него не будет денег, чтобы платить госслужащим, которых придется отправить в неоплачиваемые отпуска. Нижняя палата пошла на уловку, приняв законопроект, который одновременно открывает это финансирование, но также приостанавливает “Obamacare”.

Остается только один сегодняшний день, чтобы политики могли договориться. В некотором смысле повторяется август 2011 года, когда нижняя палата отказывалась повышать лимит долга, что грозило техническим дефолтом США, после чего S&P снизило рейтинг США с отметки AAA.

Разное:

- В таблице ниже приведен наш обновленный прогноз курса рубля.

| Нефть | мин | Наиболее вероятный курс | | | макс |
|-------|-------|-------------------------|-------|-------|-------|
| | -2*SD | -1*SD | Ожид. | +1*SD | +2*SD |
| 130 | 29.4 | 30.2 | 31.0 | 31.9 | 32.9 |
| 120 | 30.0 | 30.8 | 31.7 | 32.7 | 33.7 |
| 110 | 30.7 | 31.6 | 32.5 | 33.5 | 34.6 |
| 100 | 31.5 | 32.5 | 33.5 | 34.5 | 35.6 |
| 90 | 32.5 | 33.5 | 34.5 | 35.7 | 36.9 |
| 80 | 33.7 | 34.7 | 35.9 | 37.1 | 38.4 |

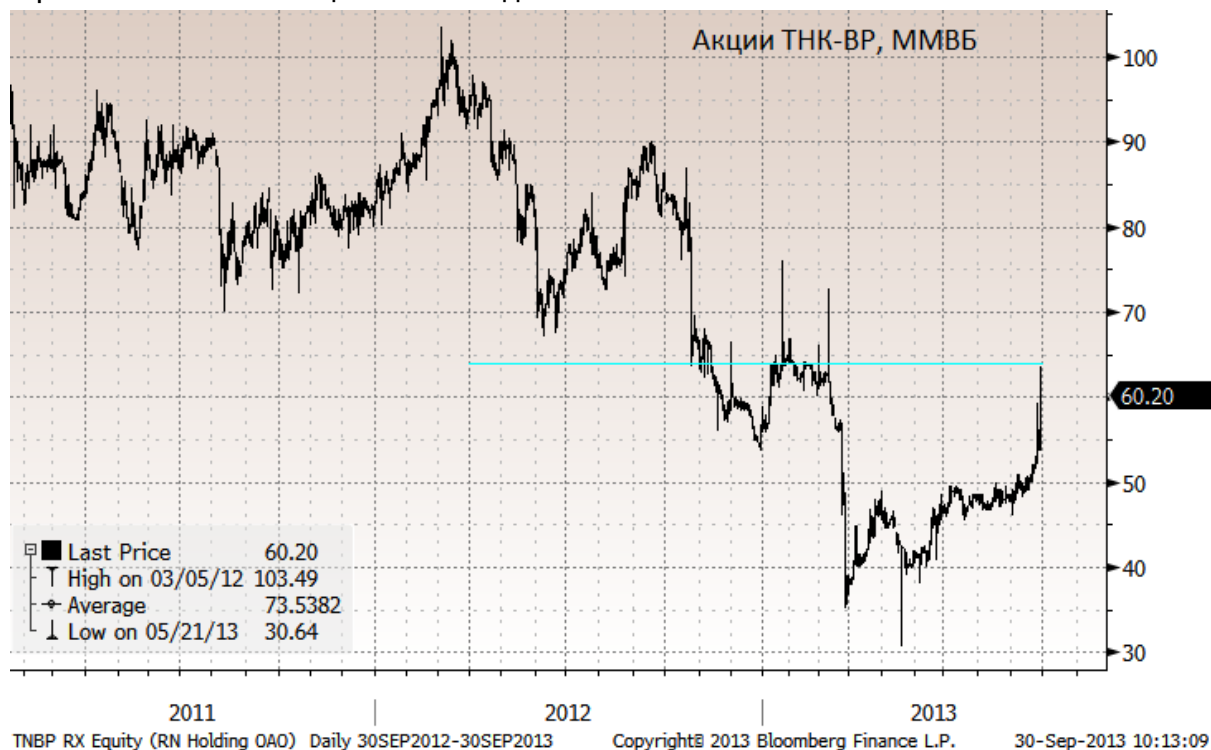
На ближайшее время мы ожидаем колебания курса в диапазоне от 31.5 руб./\$ до 33.5 руб./\$ с “центром притяжения” на уровне 32.5 руб./\$. Текущий курс в 32.4 руб./\$ является примерно адекватным.

Цели на конец 2014 года находятся примерно на 1 рубль выше за счет “сноса” из-за более высокой инфляции в России. Это 33.5 руб./\$, с отклонением в обе стороны примерно на 1 рубль. Такой коридор сформирован плюс-минус 1 стандартной ошибкой нашей модели, основанной на волатильности с начала 2009 г. (когда курс стал “плавающим”). Соответственно этот коридор должен включать в себя 68% колебаний курса.

Оценка основана на предположении о сохранении цен на нефть в районе \$110 за барр. с колебаниями на \$10 в обе стороны (\$100-120 за барр.). Более экстремальные сценарии предполагают значительные отклонения - 2 стандартных отклонения - что расширяет коридор до 4 рублей (плюс/минус 2 руб. в обе стороны от центрального значения)

- Миноритарным акционерам «ТНК-ВР» кинули кость. «Роснефть» готова выкупить

у миноритариев акции «ТНК-ВР» по «справедливой», по мнению главы И. Сечина, цене, т.е. средневзвешенной за последние 1,5 года. По предварительным расчетам, речь идет о 62-63 руб. за обыкновенную акцию и 52-53 руб. за привилегированную, что практически соответствует текущим котировкам. По итогам пятницы обыкновенные и привилегированные акции «РН-холдинга» поднялись на новостях о предстоящей оферте на 12 и 16%, соответственно. В целом «Роснефть» планирует потратить на выкуп порядка \$1,5-2 млрд. Данное решение может благоприятно отразиться на инвестиционном имидже России.



- **«Фармстандарт» разделится.** Из бизнеса будет выделен безрецептурный сегмент, новая компания будет носить название «Отисифарм» (от англ. OTC, over-the-counter - безрецептурный). Такое решение было принято на общем собрании акционеров. Ей будут переданы 27 брендов безрецептурных лекарств, включая «флагманы» арбидол, коделак (без кодеина), амиксин, аципол. Также новой компании будут переданы акции трёх «дочек» «Фармстандарта» балансовой стоимостью 22,5 млрд. руб., 3,5 млрд. руб. денег и 26 из 30,65 млрд. руб. нераспределённой прибыли. В 2012 г. выручка данного сегмента составила 12,7 млрд. руб. (четверть продаж всей компании) и 4,5 млрд. руб. EBITDA (треть от общего показателя). Закончить регистрацию планируется до конца года, а работать она начнёт до конца I квартала 2014 г. Акции новой компании будут торговаться на Московской бирже. Также предусмотрен выпуск GDR. Голосовавшие против или воздержавшиеся акционеры смогут продать акции по цене в 2180 руб. за шт. Если все они предъявят к продаже свои пакеты, то «Фармстандарту» придётся потратить на выкуп 4,89 млрд. руб. Подать требование можно будет до 11 ноября, выкуп должен произойти до 10 декабря.
- Глава «Сбербанка» Герман Греф в кулуарах форума в Сочи заявил следующее: *«Если у нас забирают дивиденды, тогда нам нужно давать капитал ... Сегодня рыночная ситуация такова, что мы капитал на рынке собрать не сможем, это*

сделать очень тяжело. Выбор такой - либо мы теряем капитал в виде выплат дивидендов, но тогда мы не сможем кредитовать рост российской экономики, либо все-таки к нам будет диверсифицированный подход” (цитаты по “Интерфаксу”).

“Придется пойти по комбинированному варианту, придется получать и синтетический капитал, размещая бумаги на рынке, может быть, придется приобретать деньги с рынка, тогда это вопрос к ЦБ, будет ли он сохранять свою долю, тогда ему придется участвовать в допэмиссии”.

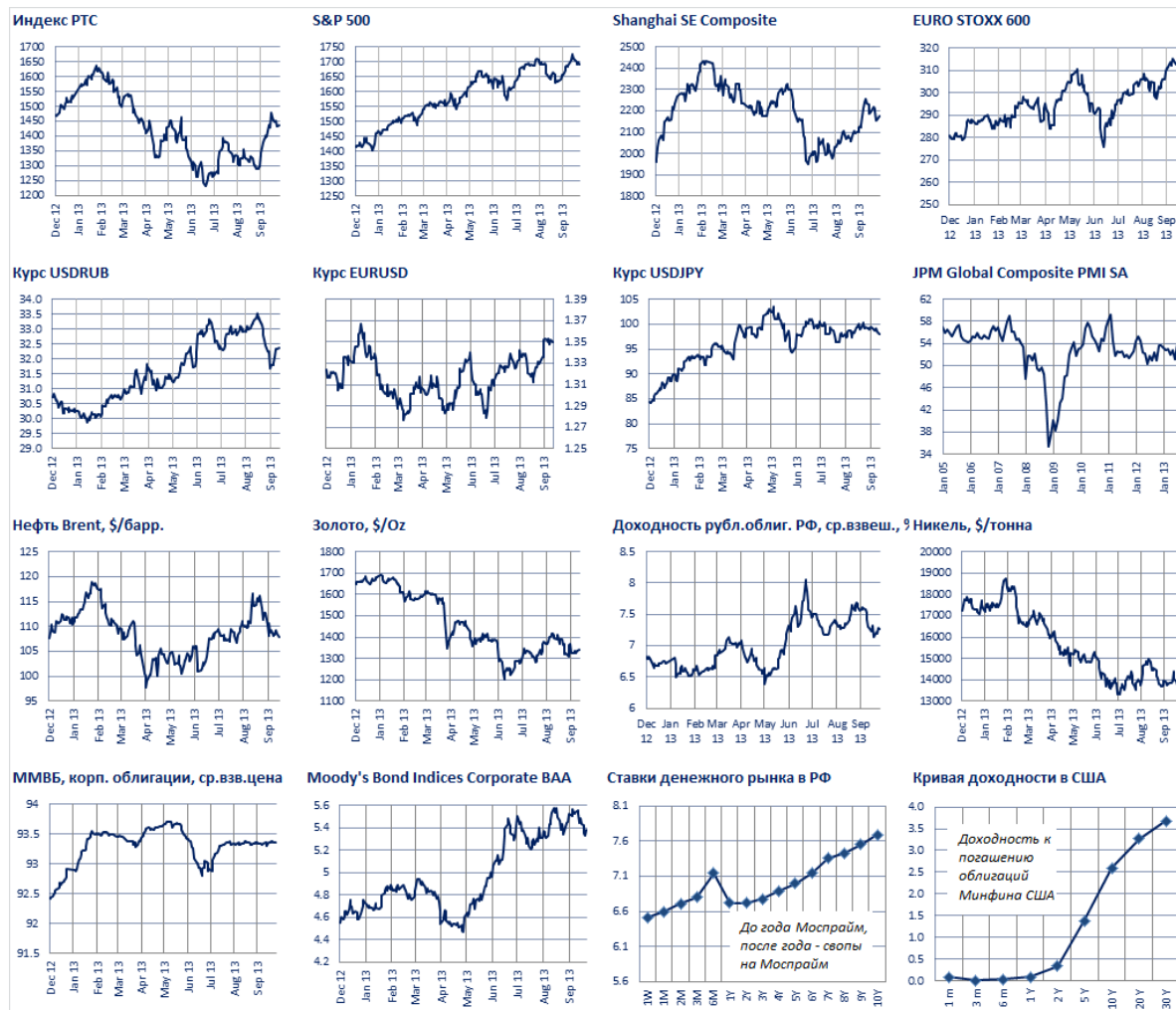
Бывший либеральный министр выступает как явный сторонник госкапитализма и поборник госмонополий. Мы видим нарушения в его логике: кроме “Сбербанка” есть много других банков в стране, которые могут заменить его в кредитовании. Кроме того, Сбербанк сейчас (пользуясь явными субсидиями государства позволяющими ему получать дешевое фондирование) зарабатывает большую прибыль, ROE порядка 20%. При такой отдаче капитала и выплатах 35% “Сбербанк” сможет расти темпом $20\% \cdot (1 - 35\%) = 13\%$, что превышает ожидаемые темпы роста ВВП страны (инфляция 4-6% плюс реальный рост 2-4%).

Если бы мы были во главе страны, мы бы разделили “Сбербанк” на три меньших банка по территориальному принципу, заставили бы их конкурировать между собой и приватизировали бы. Это сильно бы выровняло игровое поле в банковской отрасли.

После кризиса возникло понимание, что слишком большие банки не нужны. Именно поэтому “Базель-3” предполагает дополнительные требования по капиталу для “системно важных финансовых институтов” (SIFI). Текущий вектор политики предполагает штраф для больших банков в виде повышенных требований по достаточности. Но это мягкая мера, направленная на разукрупнение частной собственности. Для государственной собственности можно пойти на более жесткие мероприятия - прямое разукрупнение.

- Председатель совета директоров “Газпрома” Виктор Зубков также недоволен требованием правительства к госкомпаниям о выплате 35% прибыли по МСФО в виде дивидендов. “Мы еще не посоветовались, мы еще думаем. Как платить такие деньги?” (цитата “Интерфакса”).

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.