



### Коротко:

- На фондовых рынках период повышенной волатильности, рост сменяется падением, но целенаправленного тренда не наблюдается. Буря в стакане с формальным поводом – «сведением на нет» QE от ФРС.
- Некоторые локальные рекорды. Золото на \$1419/унция – максимум с апреля. Рубль на 31.72/\$, самый высокий курс с апреля (отчасти способствует нефть, Brent на \$102/баррель).

### Развернуто:

С середины прошлой недели рынки то растут, то падают, что объясняется спекуляциями на тему сроков, когда ФРС свернет QE. Обсуждение сворачивания говорит о том, что кризис завершается.

Итоги четверга. Bloomberg European 500 показал +0.3%, что связывают с публикацией индекса уверенности Европы за май (см. ниже). Но также со смягчением политики Еврокомиссии, которая решила позволить некоторым странам чуть меньше «каскетичности», чтобы бороться с безработицей. Текущие ожидания предполагают, что где-то во втором полугодии Еврозона выйдет из рецессии, а в 2014 г. вернется к слабому росту.

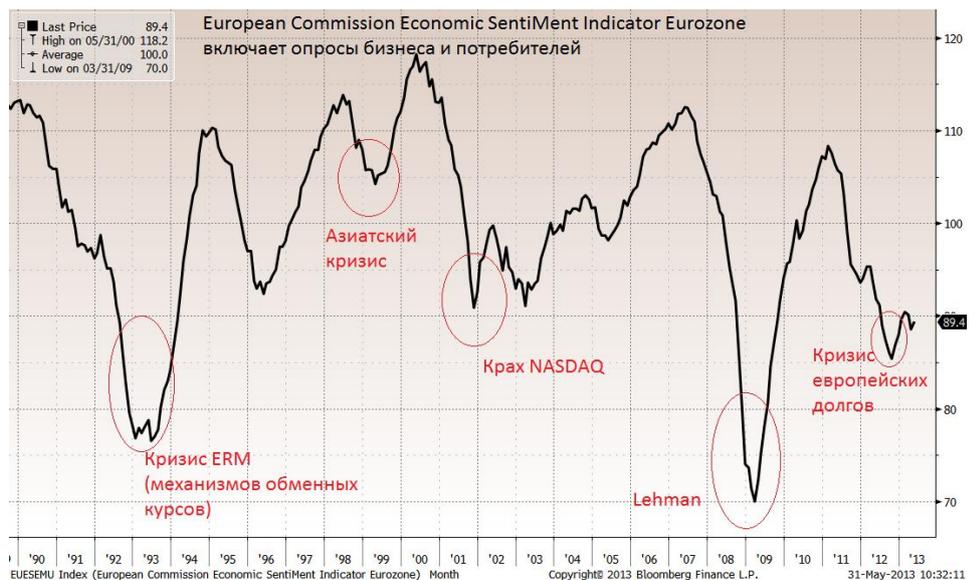
S&P 500 вчера вырос на 0.4%, чему, как ни странно, помогли слабые экономические данные (еженедельные первоначальные заявления по безработице чуть хуже ожидавшихся; плюс, вторая оценка ВВП 1 квартала +2.4% QoQ SAAR, это по сравнению с первой оценкой и консенсусом +2.5%). Это отодвигает момент, когда ФРС начнет сворачивать QE.

Высокая волатильность в японских акциях – вчера NIKKEI 225 упал на 5.2%, сейчас растет на 1%. В понедельник он падал на 3.2%. А в прошлый четверг перепугал падением на 7.3%. С ноября по май рост NIKKEI 225 составил +82% и пока коррекционное снижение

### Ликвидные акции на ММВБ

Новатэк ао (324.42)	1.5%
Роснефть (215.38)	1.4%
Сбербанк-п (76.84)	1.3%
ГМКНорник (4698)	1.3%
Сургнфгз-п (19.712)	1.1%
ГАЗПРОМ ао (119.81)	1.0%
Магнит ао (7362.4)	1.0%
Аэрофлот (51.6)	0.9%
Система ао (26.952)	0.6%
Ураллий-ао (228.18)	0.4%
Трансф ап (69300)	0.4%
Сбербанк (100.07)	0.1%
ПолюсЗолот (937)	-0.1%
СевСт-ао (257.7)	-0.7%
Татнфт Зап (95.21)	-0.8%
ММК (7.337)	-0.8%
Ростел -ао (102.67)	-0.8%
Сургнфгз (24.791)	-0.9%
ВТБ ао (0.04554)	-1.0%
ОГК-5 ао (1.3298)	-1.1%
ЛУКОЙЛ (1919.4)	-1.1%
Газпрнефть (121.7)	-1.2%
Татнфт Зао (188.3)	-1.4%
РусГидро (0.5032)	-1.9%
Ростел -ап (73.3)	-2.0%
ФСК ЭЭС ао (0.12475)	-2.2%
МТС-ао (253.18)	-2.8%

-5.0% 0.0% 5.0%



---

составило 12%. Пока это выглядит как нормальная коррекция, хотя и добавляет турбулентности рынкам, особенно, в Азии.

В экономической среде есть идея «эндогенной волатильности» рынков акций. Эндогенная - означает, рождающаяся внутри системы, когда участники совершают сделки, ориентируясь на действия и ожидаемую реакцию других участников. А они торгуют в ожидании реакции первых, что приводит к беспорядку. В такой системе невозможен спокойный эквilibrium – система находится в состоянии хаоса. Это отличается от системы «экзогенной» волатильностью, когда рыночные движения обеспечивают внешние обстоятельства, новости и факты приходящие извне, например, рост экономики в целом. Понять реакцию последнего рынка можно, а первого – нельзя.

Конечно, это - лишь идеальные модели, с которыми удобно сравнивать. На рынке есть разумная и неразумная компонента. Есть реакция на «экзогенные» раздражители, но есть и элемент внутреннего хаоса. Что и делает некоторые рыночные движения безумными, принципиально не прогнозируемыми.

Похоже, что прошлые дни мировой рынок акций отошел от упорядоченной динамики в сторону такой вот беспорядочной динамики. Рост сменяется падением, суматоха, смысла в этом не много. Журналистам и интерпретаторам рыночных движений ничего не остается, как обвинять в этом последние новости, возможное «сведение на нет» QE.

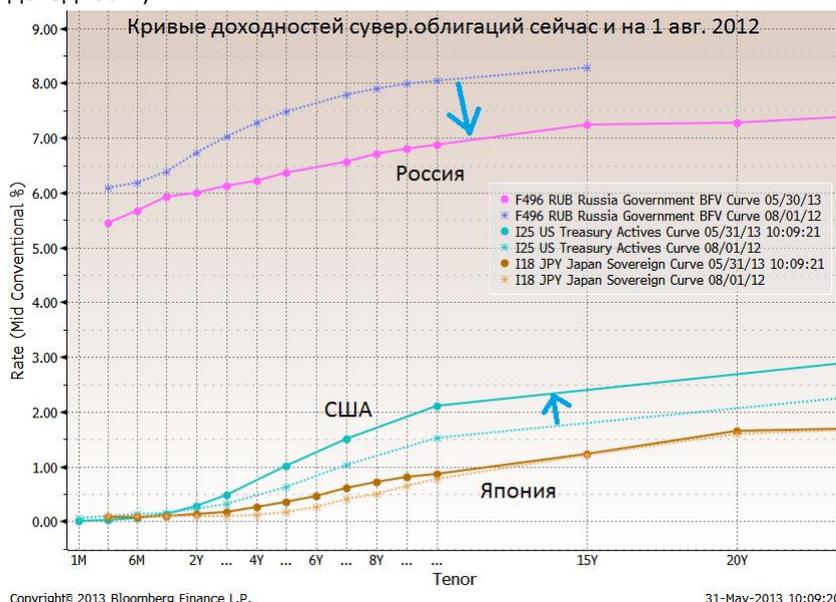
А еще на лентах новостей есть рассуждения, что Бернанке неправильно поняли, он говорил о сворачивании стимулов, когда экономика покажет устойчивый рост. Ну, так в этом нет ничего нового...

## Разное:

---

- **«Роснефть» сообщает, что возвращается на рынок рублевых заимствований** из-за роста долларовых ставок. На следующей неделе планируется выпуск 40 млрд. облигаций на 5 лет под ставку 8%-8.16%. Напомним, что долларové ставки в мае росли под влиянием неплохих прогнозов американской экономике, предполагающей сворачивание QE, в результате чего доходности облигаций по всему спектру пошли вверх, от безрисковых до рискованных. Крупные российские заемщики, такие как «Роснефть» выбирают где им выгоднее размещаться. Но есть и другие виды связи, например, межвалютных carry-trades. Таким образом, сворачивание QE и предстоящая нормализация безрисковых ставок в США (2% по UST-10 сейчас это куда ниже исторической нормы около 5%) означает давление в сторону повышения рублевых ставок за счет возможного дополнительного спроса на рублевые инвестиционные ресурсы от Роснефти и других заемщиков. Сейчас широко ожидается, что ЦБ РФ будет снижать ставки денежного рынка, чтобы «стимулировать» экономику. Есть шанс, что этот эффект будет компенсирован ростом ставок в долларовой доходности, который будет толкать рублевые ставки вверх. Сейчас момент кривая ОФЗ очень «плоская», и может стать более «крутой» (что улучшит возможности для кэрри-трейда внутри кривой

доходности)



- Блумберг вчера опубликовал результаты опросов аналитиков/экономистов по ожидаемым показателям РФ. Собирались ответы между 24 и 29 мая. В таблице представлены медианы, сравнивающие показатели с прошлогодними.
  - Инфляция 2013 года ожидается на уровне 5.7%, т.е. войдет в целевой коридор правительства и ЦБ РФ 5%-6%. Мы, возможно, чрезмерно оптимистичны, но ожидаем ее в районе 5%-5.5%.
  - Ставка рефинансирования снизится до 7.5% по сравнению с 8.25%, это минус 75 б.п. Мы ожидаем снижения только на 50 б.п.
  - Более важные для финансовой системы ставки аукционного РЕПО на 1 день и овернайт депозиты. Консенсус видит их на 50 б.п. ниже в конце года. Тут мы, пожалуй, согласимся.

	2Q 2013	3Q 2013	4Q 2013	Avg. 2013	Avg. 2014	Avg. 2015
GDP YOY%	2.3%	3.2%	3.5%	2.9%	3.5%	3.4%
Previous survey	2.5%	3.2%	3.5%	3.1%	3.6%	3.4%
CPI YOY%	6.8%	6.1%	5.7%	6.5%	5.6%	5.3%
Previous survey	6.8%	6.1%	5.8%	6.4%	5.6%	5.4%
Refinancing Rate	8.00%	7.75%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
Previous survey	8.00%	8.00%	7.75%	7.63%	7.50%	7.50%
Overnight Deposit	4.50%	4.00%	4.00%	3.75%	3.75%	3.75%
Previous survey	4.25%	4.00%	3.88%	3.75%	3.75%	3.88%
Repo Auction Rate	5.50%	5.00%	5.00%	4.88%	4.75%	4.75%
Previous survey	5.50%	5.25%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

- Bloomberg сообщает, что Центробанк РФ с 1 июля начнет проводить только один, утренний, аукцион однодневного репо. «В связи с проведением операций репо с использованием информационной системы Bloomberg, «Банк России прекращает с 1 сентября 2013 года проведение операций РЕПО не на организованных торгах с использованием информационной системы Московской биржи»
- Крупнейшая инвестиционная компания PIMCO полагает, что Банк Англии может девальвировать фунт. Такое мнение обусловлено текущей слабой экономической активностью и дефицитом политических инструментов в арсенале государства. Стимулировать экономику за счет госрасходов представляется невозможным из-за

---

высокого соотношения долг/ВВП и немодным пока остальные страны активно эксплуатируют меры ограничительной политики. Британия уже запускала программу монетарного смягчения и понижала ставки. Так что возможность девальвации валюты с целью простимулировать экспорт выглядит вполне реалистично. По мнению Майк Эмей из PIMCO обвал валюты может составить 15%. Но вопрос в другом – будет ли это мера эффективной? Лейбористское правительство Британии зачастую прибегало к девальвации фунта относительно доллара в 60-70-х, чтобы повысить конкурентоспособность экономики, и это срабатывало. Но в 1976 г. власти были вынуждены обратиться за помощью в МВФ, чтобы остановить крах своей валюты. Сейчас бытует мнение, что механизмы на финансовых рынках поменялись, особенно после последнего кризиса. Это и процессы глобализации (для производства товара А нужен импорт комплектующих В из другой страны, что уже будет обходиться дороже при девальвации валюты), и рост степени неприятия риска, и др. В результате такой инструмент как обесценение валюты стал менее эффективным, чем прежде. В поддержку этого приведем статистику: с 2007 по 2009 г. фунт обвалился на 25%, но эйфории в экономике Британии мы не наблюдали.

## Местное:

---

- **Петербургская торговая сеть «Лента» построит гипермаркет в микрорайоне Парковый.** Общая площадь составит 12 тыс. кв. м., 7,5 из которых отведут под торговые площади, на остальных будут размещены аптека, химчистка, салон сотовой связи. Размер инвестиций неизвестен, но в среднем гипермаркет обходится «Ленте» от 0,8 до 1 млрд. руб.

## Кейс: ФСК и тарифная политика государства

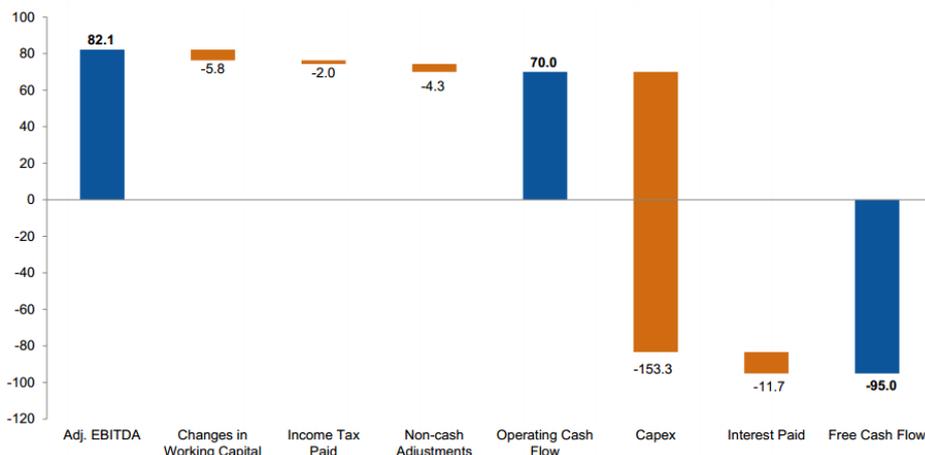
---

ФСК - это прожигатель денег. Инвестиционная программа вышла на ~150 млрд. рублей в 2011 году и собирается оставаться на этой цифре вплоть до 2017 года включительно, если верить утвержденной Министерством энергетики инвестпрограмме (запланировано 776 млрд. руб. на 5 лет, 2013-2017 гг. включительно). Так выглядит<sup>1</sup> профиль денежных потоков в 2012 году:

---

<sup>1</sup> Из презентации компании, [http://www.fsk-ees.ru/upload/docs/20130508\\_Investor\\_Presentation\\_May.pdf](http://www.fsk-ees.ru/upload/docs/20130508_Investor_Presentation_May.pdf)

**Free Cash Flow in 2012**  
RUB Bn



Начнем с того, что 150 млрд. капвложений в год - это больше годовой выручки. В 2012 году компания получила выручки 140 млрд., из них денежные затраты ~ 60 млрд., поэтому EBITDA составила порядка 84 млрд., в которой амортизация, примерно половина - 44.5 млрд. руб.

Денежный поток от операционной деятельности - 76 млрд., из которых нужно обслуживать проценты. Отрицательный денежный поток в 2012 году составил почти минус 100 млрд., что можно сравнить с текущей капитализацией компании в 160 млрд. руб. (мы бы хотели видеть такой поток, но с противоположным знаком!)

<HELP> for explanation.

Click numbers for transparency

FEES RX Equity		9) Settings		97) Actions		98) Output		99) Feedback		Financial Analysis	
Federal Grid Co Unified Energy System JSC											
Acct. Std. II Consol. C Periodicity Annuals Currency RUB											
1) Key Stats 2) I/S 3) B/S 4) C/F 5) Ratios 6) Segments 7) Addl 8) ESG 9) Custom											
10) Highlights 12) Summary 13) Enterprise Value 14) Multiples 15) Benchmark 16) Per Share 17) Stock Value											
In Millions	FY 2013 Est	FY 2012 Est	Current/LTM	FY 2012	FY 2011	FY 2010	FY 2009	FY 2008	FY 2007		
12 Months Ending	2013-12-31	2012-12-31	2012-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31		
Market Cap			160,724.16	253,650.04	353,941.88	452,717.02	367,971.05	141,882.25	n/a		
- Cash & Equivalents			25,074.00	25,074.00	27,259.00	18,179.00	82,380.00	72,936.00	21,741.00		
+ Preferred & Other			733.00	733.00	793.00	944.00	1,570.00	1,346.00	27,142.00		
+ Total Debt			216,418.00	216,418.00	132,780.00	57,385.00	13,545.00	33,529.00	33,427.00		
Enterprise Value			352,801.16	445,727.05	460,255.88	492,867.03	300,706.03	103,821.25	n/a		
Revenue	158,051.00	143,548.00	140,313.00	140,313.00	139,571.00	113,330.00	87,580.00	70,807.00	61,087.00		
Growth %, YoY	10.10	2.85	0.53	0.53	23.15	29.40	23.69	15.91	10.38		
Gross Profit			n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
Margin %			n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a		
EBITDA	91,344.44	80,391.06	77,705.00	77,705.00	80,666.00	60,995.00	31,321.00	24,330.00	25,322.00		
Margin %	57.79	56.00	55.38	55.38	57.80	53.82	35.76	34.36	41.45		
Net Income Before XO	27,403.95	25,317.31	7,043.00	7,043.00	48,988.00	18,383.00	-61,445.00	-23,837.00	1,612.00		
Margin %	17.34	17.64	5.02	5.02	35.10	16.22	-70.16	-33.66	2.64		
Adjusted EPS	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.02	-0.05	-0.03	0.01		
Growth %, YoY	10.53	-36.67	-20.00	-20.00	30.43	n/a	-70.97	n/a	n/a		
Cash from Operations	77,302.03	74,808.42	70,306.00	70,306.00	71,371.00	63,594.00	37,474.00	25,007.00	25,479.00		
Capital Expenditures	-138,150.22	-165,962.43	-150,431.00	-150,431.00	-153,471.00	-140,939.00	-90,079.00	-115,198.00	-69,326.00		
Free Cash Flow	-60,848.19	-91,154.01	-80,125.00	-80,125.00	-82,100.00	-77,345.00	-52,605.00	-90,191.00	-43,847.00		

Нарастающий долг нужно обслуживать, к примеру, в 2013 с нынешнего долга 216 млрд. по ставке 8% надо будет заплатить 17 млрд. Как будет решаться проблема несоответствия доходов расходам?

Очевидно, что для ФСК придется повышать тарифы, иначе она станет банкротом. С 1 июля 2013 и 1 июля 2014 запланированы повышения тарифов на 9,4%. Компания утверждает, что отдача на вложенные капитал (который делится на «старый» и «новый») после 2014 года станет «справедливой», обеспечивающей 10% отдачи. Вот слайд из майской презентации компании:

## Regulatory Asset Base (RAB) Regulation

- On 12 May 2012, the Russian Federal Tariff Service approved tariffs under RAB regulation for 2012 – 2014
- Federal Grid Company tariff was increased by 11.0% starting from 1 July 2012, by 9.4% starting from 1 July 2013, and by 9.4% from 1 July 2014
- Return on initial invested capital in 2014 was raised from 9.1% to 10.0% and now equals the return on new invested capital
- RAB base is accounted for once assets are commissioned and put on the company's balance sheet

### RAB Return Calculation

	January 2010 • Switched to 3-year RAB regulation	September 2010 • Regulation period prolonged to 5 years	April 2011 • Tariff growth for 2011 has been smoothed out to 5%	May 2012 • FTS approved tariffs for 2012-2014
	2010	2011	From 1 July 2012	From 1 July 2013
Return on initial invested capital	3.9%	5.2%	6.5%	7.8%
Return on new invested capital	11.0%	11.0%	11.0%	10.0%
Tariff growth	51.1%	32.9% for Q1, 26.4% for Q2 – Q4	11.0%	9.4%

Обещается, что с 2014 года отдача будет 10%. Этого не произойдет при запланированном тарифе. По итогам 2012 года ФСК имела почти ровно 1 трлн. рублей основных средств – это почти весь капитал компании. При текущей инвестпрограмме к 2015 году цифра капитальной базы приблизится к 1.3 трлн. рублей. Если верить в ROIC = 10% в 2015 году, то EBIT должен составить 1.3 трлн. \* 10% / (1 – 20% налога на прибыль) = 162 млрд. рублей. Но это примерно равно ожидаемой выручке в этот год.

Так выглядит реалистичная финансовая модель ФСК исходя из предположения роста тарифов примерно по 9% и денежных издержек компании по 6%.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CAPEX		140,939	153,471	150,431	150,000	150,000	150,000
DA		31,054	34,052	44,479	49,141	54,184	58,975
K		4.8%	4.5%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
"Справедливый" ROIC							10.0%
Подразумеваемый им EBIT							147,437
Подразумеваемая им выручка							280,979
SALES		113,330	139,571	140,313	153,502	167,932	183,717
CASH_COSTS		52,335	58,905	62,608	66,364	70,346	74,567
EBITDA		60,995	80,666	77,705	87,138	97,585	109,150
EBIT		29,941	46,614	33,226	37,997	43,401	50,175
Interest					17,313	23,727	29,819
NetIncome					20,683	19,674	20,356
DEBT				216,418	296,593	372,736	443,404
Оценка базы капитала RAB	647,565	757,450	876,869	982,821	1,083,680	1,179,496	1,270,521

Если бы система RAB с отдачей в 10% заработала в 2015 году, то тариф должен был бы быть выше в 1.5 раза, чем собирается установить государство.

Чистая прибыль в ближайшие годы будет ~20 млрд. руб., а долг компании вырастет до 400+ млрд. к концу 2015. Текущая капитализация в 167 млрд. рублей смехотворна по сравнению с балансовой стоимостью собственного капитала в 907 млрд. руб.

---

Расчет справедливой цены можно провести исходя из формулы.  
$$\text{Fair MCAP} = \text{Fair EV} - \text{Debt} = \text{RAB} * (\text{eRoR} / \text{WACC}) - \text{Debt},$$
где eRoR - ожидаемая долгосрочная отдача на капитал, равная 3%, экстраполирующая последние годы работы ФСК и ожидаемые тарифы в ближайшие годы. Если подставить цифры такую модель, получим, что справедливая капитализация должна быть равна 10 млрд. рублей, что в 16 раз ниже текущей капитализации (!). Что согласуется с логичным вопросом: сколько должны стоить акции компании, у которой нет и не ожидается дивидендов почти никогда.

Никогда – страшное слово, когда-то ситуация может исправиться (Путин и его политика не вечны). Но тут следует подумать о следующем. Наиболее вероятный сценарий при таком состоянии финансов – размытие капитала допэмиссией. Цена продажи не может быть ниже номинала в 50 копеек (текущая – 12 коп./акция). Поэтому реалистичным смотрится сценарий слияния с «Русскими сетями», что позволит «поправить» номинал, а потом провести привлечение капитала по адекватной цене, размывающее старых акционеров.

Текущая капитализация ФСК – это опцион, что вероятный плохой сценарий не реализуется. Что правительство одумается и начнет ускоренно повышать тарифы. Текущая цена ФСК – это призрачная надежда на лучшее.

# Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Доходность гос.облиг. РФ, ср.взвеш., %



Никель, \$/тонна



ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



# ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

Россия, 614000, г. Пермь, ул. Монастырская, 15  
тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69  
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.