

## Обзор рынков.

Среда, 31 июля 2013

- “Уралкалий” выходит из БКК, разрушает монополию с “Беларуськалием”. Меняет стратегию, собирается обвалить рынок калия: продавать дешевле, но больше. Мы приветствуем этот шаг, “Уралкалий” исправляет предыдущую ошибку калийщиков. Лучше потерять прибыль на ближайшие годы и убить инвестиционную активность в отрасли сейчас, чем страдать от переинвестирования следующие 70 лет, как это было с 1950-х до середины 2000-х.
- Почему падает рубль (сегодня пробивает 33/\$) и ОФЗ? Наша версия: страхи перед заседанием FOMC, ожидание новых намеков на tapering.

### Комментарий:

Мировые рынки вчера изменились незначительно. S&P 500 +0.04%, STOXX Europe 600 +0.12%. Сегодня ночью (00-00 Перми) будет объявлено решение двухдневного заседания Комитета по открытым рынкам, могут появиться новые уточнения по траектории денежной политики ФРС.

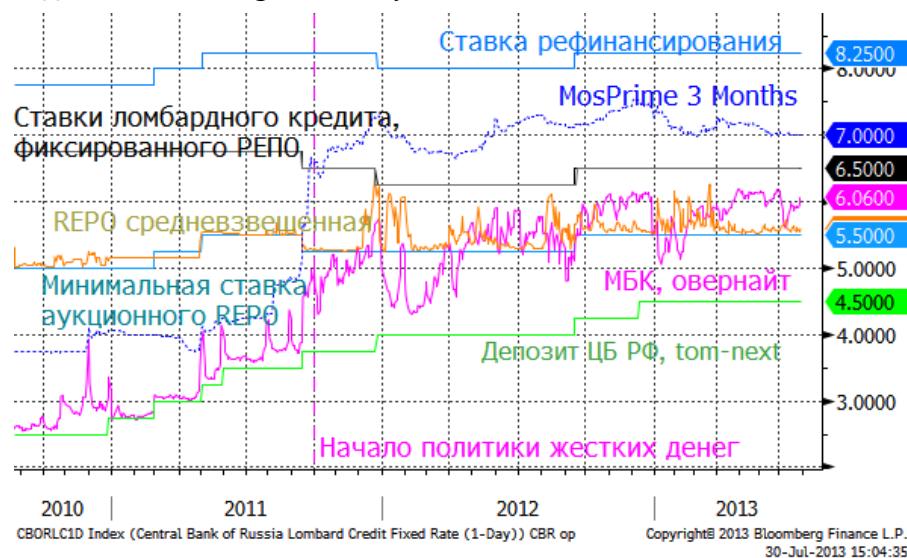
Индекс ММВБ упал на 0.8% или на 11 пунктов. Из них 10.5 пунктов падения обеспечило падение акций “Уралкалия”. Без этого движения изменение индекса ММВБ было бы нулевым.

Акции “Уралкалия” потеряли около трети за последнюю неделю. Напомним, сначала это объяснялось распродажами из основных акционеров ([6.4% Несиса](#) и [5.1% Муцоева](#)). Вчера стало ясно, что они продавали заранее, перед объявлением об изменении стратегии. А это сильно пахнет запрещаемой на Западе инсайдерской торговлей. Что, в свою очередь, характеризует российский рынок и объясняет российский дисконт - миноритарии “закладывают” в цены то, что их будут обдирать мажоритарные акционеры (подробнее об Уралкалии см. далее).

**Падение рубля и ОФЗ.** В последнее время падают одновременно и длинные ОФЗ и снижается курс рубля к доллару. Такое же движение происходило в мае-июне, когда разыгрались страсти по поводу “сведения на нет QE”.

Локальная версия. Некоторые наблюдатели связывают это с прошедшим позавчера аукционом по размещению денег среди банков под залог нерыночных активов (пулов кредитов малому и среднему бизнесу). Так, позавчера “Ведомости” написали: “Центробанк и Минфин уже приступили к денежной накачке, в июне предоставив банкам 1 трлн руб. (около 1,5% ВВП) дополнительной ликвидности,

подсчитали в Morgan Stanley”.



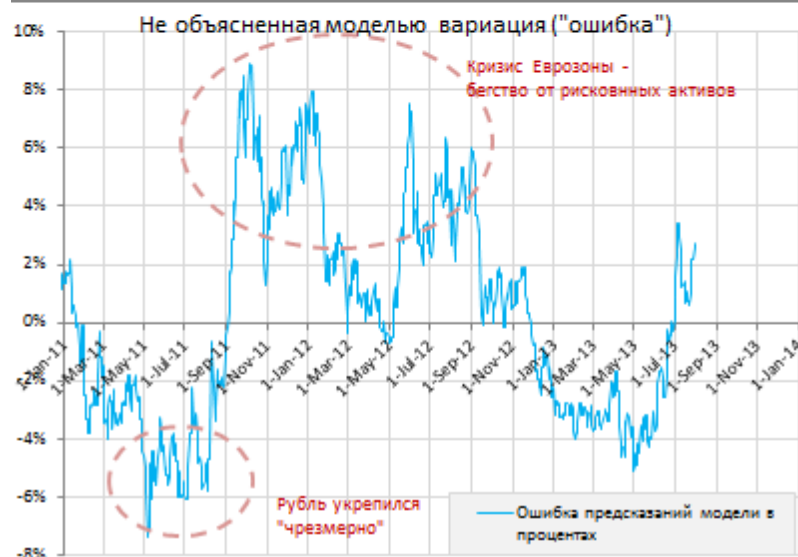
Самый верный способ оценить “накачку”, это взглянуть на ставки ЦБ РФ. Уровни коротких ставок межбанка как были, так и остаются на уровне 6%. ЦБ РФ как выдавал РЕПО на уровнях выше минимальной ставки в 5.5%, так и выдает. Некоторое снижение показал Моспрайм 3 мес., но это легко можно связать с ожиданиями предстоящего осенью (или, даже в августе) снижения ставок на один шаг после того как ЦБ РФ увидит что инфляция стала ниже верхней границы в 6%. Выдача ликвидности на позавчерашних аукционах под 5.75% на год некоторыми называется “российскими LTRO”. Отчасти это так и есть, поскольку короткое рефинансирование заменяется более длинным (годовым).

Наша версия глобальная, связана с США и ФРС.



Сегодня ночью предстоит собрание ФРС, и в ожидание этого события наблюдается падение рынков облигаций. На графике выше мы сравниваем среднюю доходность индекса Блумберга “Active HY US Corporate Bond” с доходностью одного из

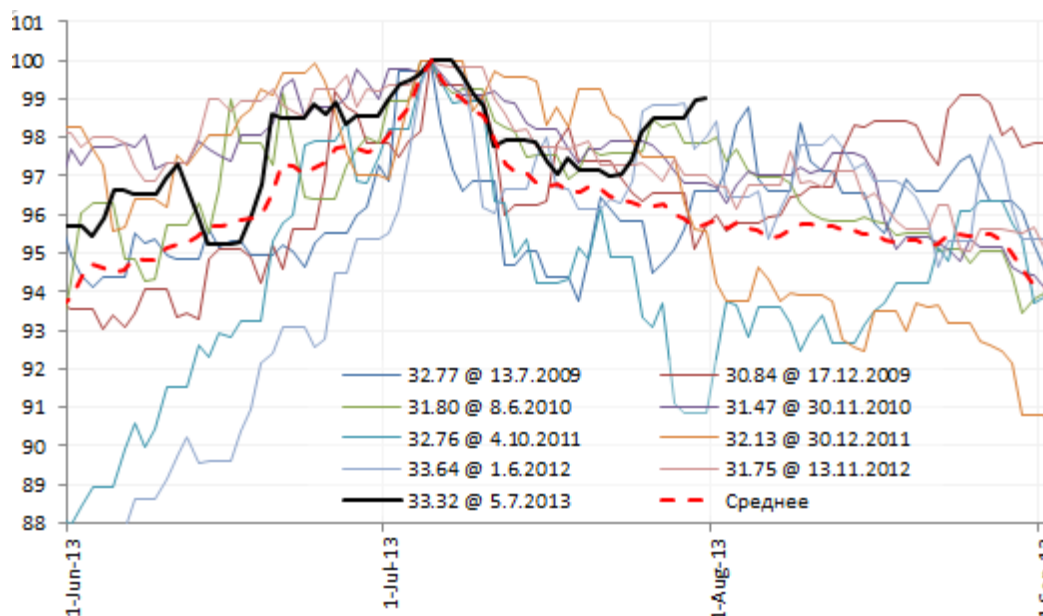
выпусков ОФЗ. Обратите внимание, что даже колебания осени-зимы 2012 года очень похожи. При этом ралли прошлой осени пытались объяснить либерализацией рынка и с предстоящим расчетом через Euroclear/Clearstream. Также пытались объяснять инфляцией, ожиданиями ставок ЦБ РФ. Сейчас очевидно, что это не так - цены длинных ОФЗ крайне зависят от мировой конъюнктуры.



С предстоящим собранием ФРС мы связываем также падение рубля до почти 33/\$ вчера, а по бивалютной корзине вчера был повторен рекорд июня.

Предположительно, ЦБ РФ может увеличить интервенции с текущих \$200 млн. в день до \$400 в день.

Наша модель продолжает предсказывать укрепление рубля, однако, к сожалению "фундаментальный анализ" не позволяет предсказывать траекторию, а отклонение цены от "равновесного" состояние может продолжаться долго (к примеру, полгода, как это было осенью 2011 и зимой 2012).



Траекторию можно пытаться определить по прошлым пикам рубля, однако и здесь вряд ли возможна большая точность. Рискнем предположить, что вчера был показан пик, мы по-прежнему ждем укрепления рубля и оно может возобновиться после сегодняшнего заседания ФРС.

### Разное:

- Рынок калия: отказ принципа “price over volume”.** [Вчера директор «Уралкалия» заявил](#), что вместо трейдера БКК будет использоваться швейцарская дочка Uralkali Trading. Это фактически означает разрушение дуополии на рынке, которая состояла из БКК и Canpotex, контролирующих порядка 70% рынка.  
 Доля «Уралкалия» на мировом рынке составит около 23% против 42%, которые удавалось удерживать при торговле через БКК. Это приведёт к падению цен на калий до \$300 за тонну уже к осени, заявил гендиректор «Уралкалия» В.Баумгертнер. В перспективе же цены могут снизиться до уровня полных маржинальных издержек, который находится на отметке в \$200 за т. (в Германии).  
 «Уралкалий» сообщает, что его стоимость ниже, чем у конкурентов и обещает сохранить текущий уровень прибыльности из-за выхода на полную загрузку мощностей (13 млн. тонн в год, против производства 9.1 млн. т. в 2012 г.).  
 Официально причиной разрыва договора с белорусскими партнёрами называется указ президента Белоруссии об отмене обязательного экспорта через БКК, в результате чего «Беларуськалий» начал продажи самостоятельно. С этой точки зрения история похожа на обычное разрушение картеля из-за

оппортунизма одного из игроков - компания захотела больше заработать, повысив экспорт при пока ещё высоких ценах на калий. Сработал принцип лучшая защита от высоких цен - это высокие цены. С другой стороны падение рентабельности в отрасли позволит заморозить часть уже начатых проектов, которые в перспективе 3-5 лет должны существенно увеличить объёмы предложения на рынке. Однако это может лишь защитить от избытка мощностей, оставив нынешним игрокам хоть какую-то маржу, поднять же цены на прежние высоты уже вряд ли получится - главным фактором становится объём, а не цена. Кроме того, самому «Уралкалию» необходимо закончить проект «Усть-йавинского» месторождения, которое должно добавить 2,8 млн. т. калия в год к 2020 г. плюс к уже имеющимся 13 млн. т. На фоне ожидающегося снижения рентабельности представители «Уралкалия» также заявили, что будет приостановлена программа выкупа акций, а оферты акционерам объявлено не будет. Получается, что компания недовыкупит акций примерно на \$400 млн. Выход двух крупных акционеров - З.Муцоева и А.Несиса, которые в последние несколько месяцев совместно продали 11,5% акций компании, выглядит подозрительно. Представители ФСФР уже заявили, что рассмотрят случай с последним.

#### Сколько теперь должен стоить «Уралкалий»?

Баумгентнер заявил, что цена калия может упасть ниже \$300 за тонну (с 400+ в настоящее время), и что может достигнуть \$200, где находятся маржинальные издержки других производителей.

На тонну калия производства**	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
Совокупные издержки	-219	-161	-193	-226	-189
Денежные издержки (без амортизации)	-173	-132	-178	-209	-180

\* Показали 2010 искажены присоединением "Сильвинита".

\*\* В некоторых годах наблюдается огромный разброс между объемом производства и объемом сбыта.

Собственные денежные издержки "Уралкалия" в 2012 году составляли \$219 за тонну, что состоит из \$109 производственных издержек (в которых \$46 - амортизация), плюс коммерческие расходы (дорогой транспорт) \$85, плюс, \$25 административных.

"Уралкалий" работал с недозагрузкой и поэтому издержки отчасти велики. Но с учетом тенденции к укреплению рубля, росту реальных зарплат, тарифов естественных монополий (РЖД, Газпром, эл.энергия), можно предполагать давления по издержкам. Так, что можно считать, что "Уралкалий" может работать с издержками примерно в \$200 за т. (по полному циклу, включая доставку по среднему маршруту). Тогда можно построить сценарии

Цена сбыта тонны	200	240	280	320	360
Издержки на одну тонну	200				
Объем произв., млн. тонн	13	13	13	13	13
Оп.прибыль, млн. долл.	0	520	1040	1560	2080

Уронив цены калия компания планирует загрузить все мощности, составляющие 13 млн. тонн. Из операционной прибыли нужно оплачивать проценты по немалому чистому долгу компании, составляющему около \$3.6 млрд. Также нужно уплатить налог с чистой прибыли в 15.5% (пермский). Глава В.Баумгертнер уверял, что компания не потеряет прибыли, поскольку будет продавать больше, но дешевле. Мы сомневаемся в этом, но для справки - прибыль 2012 года составила \$1.6 млрд. Мы полагаем, что после падения цен сбыта "Уралкалий" (в 2014 г.) покажет годовую прибыль порядка \$500 - \$1000 млн.



Очень маловероятно, что цены калийных удобрений будут расти, следует рассчитывать только на рост объемов производства. “Уралкалий” перестал быть “ростовой историей”, чудесного роста цен калия образца 2005-2008 гг. уже не будет. В унылом сырьевом секторе можно рассчитывать на невысокий мультипликатор, например  $p/e=7$ . Это означает, что капитализация компании может упасть несколько ниже \$10 млрд. против вчерашних текущих \$13,5 млрд. Из этого можно сделать вывод, что Д.Рыболовлев продал “Уралкалий” по неплохим ценам, сейчас они рискуют обвалиться ниже.

- **Калий и нефть: аналогия.** Мы видим прямую связь того, что происходит на рынке калия с тем, что может происходить на рынке нефти. Вот некоторые выдержки из статьи “Ведомостей” вчера, статья “Испугались США”

*До недавнего времени Саудовская Аравия находилась в числе тех стран картеля, которые не пугал рост добычи сланцевых ресурсов, - наряду с Ираном, Алжиром и Ливией. Рост добычи в США не внушает опасений, ОПЕК переживет сланцевый бум, как пережила увеличение поставок североморской нефти в 1980-е гг. или добытой на глубоководных скважинах в Мексиканском заливе в 2000-е гг., заявлял в мае министр нефти Саудовской Аравии Али аль-Наими.*

*Принц бен Талал раскритиковал своего нефтяного министра: «Мы не согласны с вашим превосходительством по поводу того, что вы сказали, и мы видим в растущей добыче сланцевых ресурсов в Северной Америке неизбежную угрозу»....*

*... Для балансирования бюджета королевства требуется цена \$98 за баррель - против \$94 в 2012 г. (расчеты Arab Petroleum Investments Corp.). Страны - члены ОПЕК стали серьезнее относиться к нефтяному буму в США. Часть стран признала угрозу снижения спроса, изменил тон и генсек ОПЕК Абдалла аль-Бадри: в прошлом году он отмахивался от вопросов, связанных с влиянием Северной Америки на мировой рынок, но в мае признал, что картель изучает его последствия. Серьезную встряску рынку из-за США обещает и Международное энергетическое агентство: это изменит карту добычи, транспортировки, переработки и хранения сырья. По прогнозам агентства, США станут крупнейшим производителем нефти уже к 2020 г.*

Вероятна ситуация, что в перспективе С.Аравия перестанет мириться с тем, что ее доля на рынке падает, растет производство нефти в США и других независимых зонах. Для уменьшения стимулов к нефтедобычи независимыми

С.Аравия вместе или без участия ОПЕК может нарастить производство нефти, уронив цены до \$80-90 за баррель, что может сделать некоторые из проектов менее рентабельными. Точно также как на рынке калия, нужно пожертвовать частью прибыли сейчас, чтобы получить больше потом.

Нужно помнить важное изречение: “Лучшее средство от высоких цен - это высокие цены”. Если картельные производители не хотят иметь слишком низкие цены, им не следует (и не следовало) заирать их слишком высоко.

Такие выводы не уникальны. Так, [PIMCO пишет, что “The shale oil revolution in the U.S. is a classic example of high prices and improving technology spurring methods of commodity production that may have been historically unimaginable”](#). Сланцевую революцию можно задушить только ценами. Чтобы понять насколько С.Аравии следует уронить цены, нужно взглянуть на кривую маржинальных издержек сланцевой нефти в США. Есть [оценки Sanford C. Bernstein, что в 2012 году они были на \\$114/баррель](#).

[PWC в февральском отчете](#) заявила, что сланцевая нефть уже сильно изменила понимание будущего. По их оценкам, долгосрочные цены будут ниже. В 2035 году PWC ожидает цены на \$83-\$100/баррель в реальном выражении [по сравнению с текущим прогнозом EIA на уровне \\$145/баррель](#) на этот же год. [Таблица EIA ниже позволяет оценить разброс](#) долгосрочных оценок других прогнозистов.

Table 9. Comparisons of oil price projections, 2025, 2035, and 2040 (2011 dollars per barrel)

	Projections							
	2011		2025		2035		2040	
	WTI	Brent	WTI	Brent	WTI	Brent	WTI	Brent
AEO2013 (Reference case)	94.86	111.26	115.36	117.36	143.41	145.41	160.68	162.68
AEO2012 (Reference case)	94.82	--	135.35	--	148.03	--	--	--
EVA	--	--	78.18	--	82.16	--	87.43	--
IEA (Current Policies Scenario)	--	107.60	--	135.70	--	145.00	--	--
INFORUM	--	111.26	--	136.77	--	149.55	--	--
IHSGI	94.88	--	93.05	--	86.25	--	81.20	--

- На российском рынке могут появиться кредитные дефолтные свопы (cdfs).

Проект законопроекта подготовила ФСФР. Данный инструмент предполагает, что продавец cdfs выплатит покупателю объем потерь по базовому инструменту (облигациям, коммодитис, валюте, процентной ставке и т.д.) в случае

наступления неблагоприятной ситуации, например, дефолта эмитента бондов. По сути cds - это страховка, которая, как водится, может использоваться и для спекуляций. Для полноценного запуска, правда, придётся поправить большое число других законов. В частности сейчас развитие данного рынка тормозится запретительными налогами при осуществлении сделок cd s. На данный момент [мировой рынок](#) дефолтных свопов оценивается в \$22-25 трлн. по номиналу. При этом на российские суверенные долги было заключено контрактов на \$129,3 млрд. Для сравнения капитализация всего российского фондового рынка в 2012 составляла \$817 млрд.

## Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



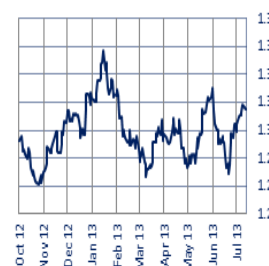
EURO STOXX 600



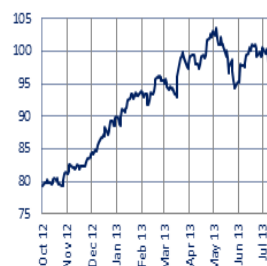
Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



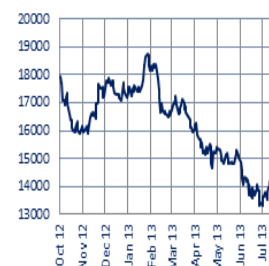
Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Доходность рубл.облиг. РФ, ср.взвеш., % Никель, \$/тонна



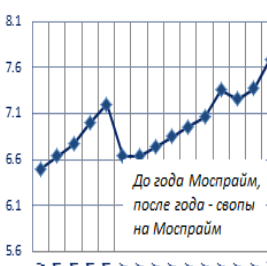
ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



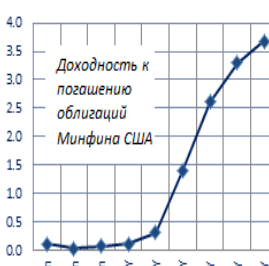
Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



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.