

Стратегия Ελλάδα Δράμα



Июнь, 2011

СТРАНИЦА НАМЕРЕННО ОСТАВЛЕНА ПУСТОЙ

Резюме

- В очередной раз рынок акций показал, что путь прямым не будет. После впечатляющего роста осени и первого квартала, произошел заметный весенний «сезонный» откат, доходивший до минус 16%.
- Причиной стали страхи вокруг Греции, боязнь повторения сценария Lehman Brothers, но уже в еврозоне. Греция вряд ли сможет нормально обслуживать свой долг, достигший ~150% от ВВП, и инвесторам придется согласиться на списание части долга. Однако, сценарий «второй волны» совсем не гарантирован. ЕС и МВФ вряд ли позволят повториться сценарию 2008 года, и помощь будет выделена.
- Несмотря на некоторое замедление мировой экономики весной 2011 года, экономический рост продолжается. Страны начинают сворачивать стимулирующие меры и бороться с инфляцией. Это признак нормализации экономики.
- Решение греческой проблемы снимает барьер на пути продолжения роста акций. Мы ожидаем, что до конца 2012 года российский фондовый рынок покажет примерно 1.5-кратный подъем, а рост текущего 2011 года будет близок к 20%. Как банально бы это не звучало, провал акций в мае вновь дает «возможность купить дешевле».
- Российский фондовый рынок остается одним из самых дешевых в мире, сопоставимые рынки торгуются примерно в 1.5 раза дороже. Мы видим две причины для этого: «рыночная ошибка», возникшая из-за лавины маржин-коллов в 2008 году, инвесторы стали воспринимать российские акции «слишком рискованными». Вторая причина дешевизны отечественных акций - российская политика. Страна воспринимается как авторитарная и мало предсказуема. Но, похоже, времена меняются. Есть признаки, что Кремль задумался об имидже страны. Госкапитализм сворачивается: готовится программа второй волны приватизации, чиновники выводятся из состава совета директоров. Идет движение в либеральном направлении: снимаются барьеры на пути движения акций.
- Покупка акций после кризиса всегда приносила существенную прибыль. Рациональная стратегия – сохранять существенные вложения в акции, баланс рисков на стороне роста, нежели падения.

Дефолт Греции

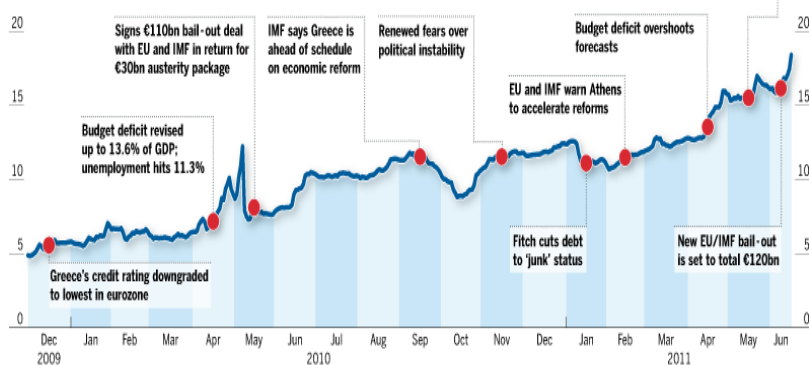
Ситуация с Грецией продолжает держать рынки в напряжении из-за опасений краха в стиле Lehman. Потенциально он может остановить нормальное течение кредита на финансовых рынках и вызвать «вторую ногу» кризиса. В июне S&P сократило рейтинг страны до «ССС», это минимальный рейтинг среди суверенных долгов, следующий шаг - дефолт.

Напомним, что Греции срочно нужны деньги для погашения облигаций и купонов по ним в ближайшее время. В противном случае будет объявлен дефолт. Как вариант спастись от дефолта, рассматривается возможность отсрочки платежей и обмена гособлигаций на новые. Однако S&P и Fitch заявляют, что «добровольная» реструктуризация долга будет расцениваться как суверенный дефолт.

Herculean problem

Greek 10-year bond yield

Per cent



Source: Thomson Reuters Datastream

Доходность 10-ти летних греческих облигаций

Сейчас суверенный долг Греции и так является наиболее дорогим в мире - инвесторы считают, что вкладываться в облигации этой страны рискованнее, чем в какие-либо другие. Судьба Греции во многом зависит от действия местных властей и чиновников, насколько их обещания будут соответствовать их действиям. Греческий парламент должен принять решение по сокращению расходов бюджета на €28.4 млрд. для получения финансирования. Выделение денег пройдет в начале июля. Это важный срок, поскольку во второй половине этого месяца и в августе страна должна будет выплатить купоны и погасить облигации на сумму около €18,2 млрд. Таким образом, если ЕС и МВФ выделяют деньги Греции, то дефолт можно миновать.

К сожалению, проблема Греции будет сохраняться и дальше. Европейские власти осознают, что дефолт страны будет крайне негативным в данный момент. Они не хотят повторения сценария Lehman осени 2008 года. Тогда разрушение финансовых рынков привело к реальному

шоку в экономике, что вызвало дальнейшее ухудшение финансовых рынков и так далее. Наличие данной «положительной обратной связи» обуславливает неустойчивость экономики, позволяя развиваться неуправляемому спаду.

Итак, Европа сейчас покупает время, позволяя экономике укрепиться, но долговая проблема Греции, кажется, останется надолго. И весьма вероятно, что дефолт все-таки произойдет, страна потребует списания части номинала и облегчения своего бремени. Мы поясним, почему это неминуемо.

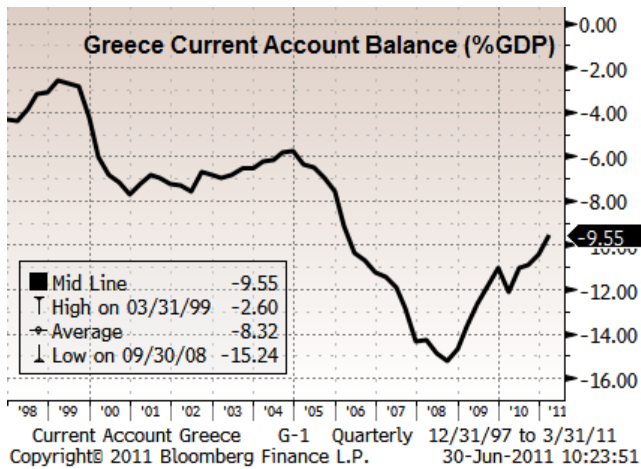
Начнем издали – с проблемы «дисбалансов», которые в сумме с 1999 по 2009 год (11 лет) составили \$10 трлн. В упрощенной логике во время надувания мирового пузыря недвижимости некоторые страны получали большие притоки капитала. Среди них были страны PIIGS – смотри справа, накопленные цифры счета текущих операций.

Платежный баланс, исходя из названия, является сбалансированным. Счет текущих операций равен счету капитала с обратным знаком. Итак, таблица говорит, что Греция в 1999-2009 годах получила \$243 млрд. притока. При этом размер экономики страны в долларовом выражении в 1999 году был \$135 млрд., а на пике в 2008 г. был \$350 млрд. (столь внушительный рост произошел, в том числе из-за вступления страны в зону дорогой валюты – евро).

Мы приводим эти цифры для того, чтобы показать насколько большим был приток – страна получала порядка 10% от своего ВВП ежегодно. Ниже приведен график (поквартальный) размера дефицита счета текущих операций в процентах от ВВП.

Страна	Величина (млрд. долл.)	Доля (%)	Страна	Величина (млрд. долл.)	Доля (%)
United States	-6039	59,5%	China	1723	16,5%
Spain	-749	7,4%	Japan	1589	15,2%
United Kingdom	-492	4,9%	Germany	1150	11,0%
Australia	-360	3,6%	Russia	638	6,1%
Italy	-319	3,1%	Saudi Arabia	554	5,3%
Greece	-243	2,4%	Norway	438	4,2%
Turkey	-178	1,8%	Switzerland	399	3,8%
Portugal	-177	1,7%	Netherlands	381	3,7%
Poland	-117	1,2%	Singapore	266	2,5%
Mexico	-115	1,1%	Kuwait	264	2,5%
Romania	-93	0,9%	Taiwan	262	2,5%
Brazil	-88	0,9%	Sweden	254	2,4%
South Africa	-82	0,8%	Malaysia	212	2,0%
India	-79	0,8%	Hong Kong SAR	188	1,8%
Hungary	-67	0,7%	Venezuela	170	1,6%
New Zealand	-63	0,6%	Algeria	156	1,5%
Ireland	-53	0,5%	Korea	153	1,5%
Bulgaria	-42	0,4%	Libya	152	1,5%
Czech Republic	-38	0,4%	UAE	150	1,4%
Sudan	-35	0,3%	Iran	137	1,3%
Slovak Republic	-32	0,3%	Nigeria	131	1,3%
Lebanon	-30	0,3%	Qatar	128	1,2%
Pakistan	-30	0,3%	Canada	103	1,0%
Serbia	-29	0,3%	Finland	96	0,9%
Croatia	-29	0,3%	Belgium	86	0,8%
Vietnam	-27	0,3%	Denmark	74	0,7%
Colombia	-26	0,3%	Thailand	71	0,7%
France	-24	0,2%	Indonesia	70	0,7%
Lithuania	-21	0,2%	Austria	61	0,6%
Latvia	-20	0,2%	Brunei Darussalam	48	0,5%
Iceland	-19	0,2%	Luxembourg	35	0,3%

Данный дефицит означал, что Греция получала больше ресурсов от внешнего мира, чем давала. Разница

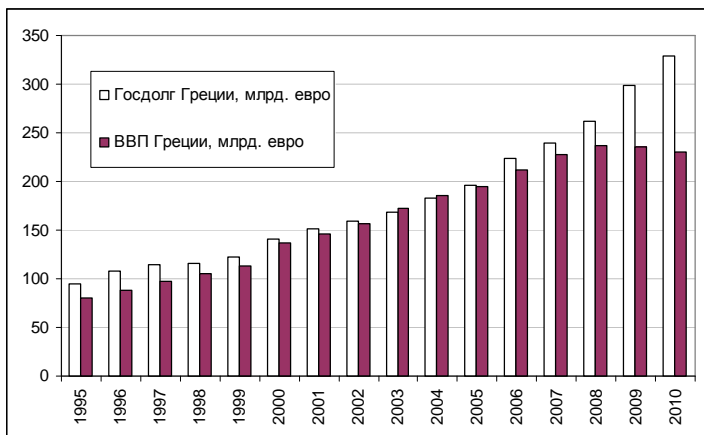


покрывалась притоком капитала. Эта фраза будет понятнее, если упростить ее до следующего. Страна потребляла больше, чем давала остальному миру, оплачивая разницу своими обязательствами расплатиться позже. В основном «обещало» расплатиться греческое правительство, накопившее долгов на сумму €330 млрд. или \$440 млрд. в эквиваленте. Но также капитал поступал в частный сектор.

Счет текущих операций Греции, % от ВВП.

Данные: Bloomberg

Можно это выразить так – страна жила в долг. В стране повысились зарплаты, пенсии (выраженные как в евро, так и в «натуральном выражении» - в товарах). С завершением мирового бума недвижимости, греческая прибрежная



Размер долга и ВВП Греции. Данные: Bloomberg

недвижимость стала менее популярна. Приток капитала в страну начал иссыхать. Стране как-то нужно было оплачивать привычное потребление. Какое-то время приток капитала продолжался за счет больших заимствований греческого правительства, пока долг не вырос до огромных значений, и не встал вопрос о возможном дефолте.

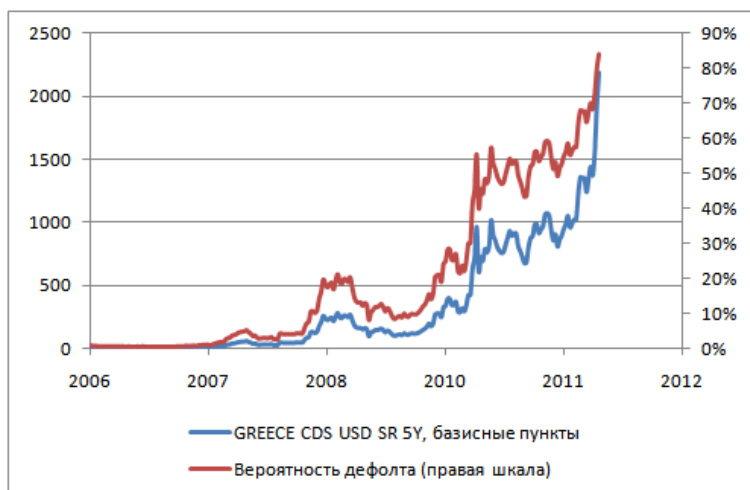
Чтобы страна смогла жить «по средствам», она должна стать конкурентоспособной на мировом рынке. В обычной ситуации это происходит за счет падения курса национальной валюты. Тогда уровень зарплаты в данной стране становится низким по мировым меркам, страна начинает больше экспортировать и меньше импортировать, наращивая профицит счета текущих операций. За счет этого профицита финансируется дефицит счета капитала (то же что «отток капитала»). Так, например, после девальвации 1998 года Россия резко увеличила профицит счета текущих операций (за счет падения импорта) и этим начала расплачиваться по долгам бывшего СССР и новейшей России. Экономисты используют

выражение J-curve, по такой траектории движется чистый экспорт после девальвации. Некоторое время требуется экономике для перестройки («ножка» буквы J), а потом начинается бурный рост экспорта.

Но для Греции это не вариант, поскольку она приняла единую валюту ЕС, которая не может быть девальвирована. Для того чтобы страна стала конкурентоспособной на мировом рынке, уровень зарплат (пенсий и других доходов) в стране должен упасть. Так, чтобы она потребляла меньше импорта и давала больше экспорта. Падение доходов людьми воспринимается как нечто плохое из-за эффекта «иллюзии номинальных денег». Если это происходит из-за девальвации, при номинальной стабильности (как это было с рублевыми зарплатами в РФ в 98-м), это воспринимается людьми вполне нормально. Упала валюта, а не зарплат (хотя в долларовом выражении зарплат в РФ после девальвации обвалились кратно).

Сокращение зарплат происходит через большую безработицу, ее снижению мешают законодательные нормы, психология людей (за меньшие деньги лучше вообще не буду работать). То же касается сокращения пенсий. И поэтому мы видим мощные волны протеста в Греции. К сожалению, этот процесс будет продолжаться, вина лежит на единой валюте. Экономическая логика требует продолжения этого мучения, но простым людям это трудно объяснить. В итоге, весьма вероятно, что к власти придут популисты. Правящая партия ПАСОК сейчас имеет 155 мест из 300. Ей удастся голосовать за самоограничительные меры. Но на следующем раунде выборов очень вероятно, что она проиграет. Политические противники взвалит вину на нынешнюю власть и пообещают «облегчение». В этом смысле дефолт Греции нам кажется почти неминуемым. Очень вероятно, что это случится в ближайшие годы – время наибольших мучений страны.

Фондовые рынки считают дефолт неминуемым - текущие котировки CDS на 5 лет стоят на 24.05% и предполагают 87%-ю вероятность дефолта. Для сравнения, в начале 2011 года котировки 5-ти летних CDS были на 10.2%, что означало 56.5%-ю вероятность дефолта в течение этого срока.



**Котировки CDS и вероятность дефолта Греции.
Данные: Bloomberg, расчеты «Парма-Менеджмент»**

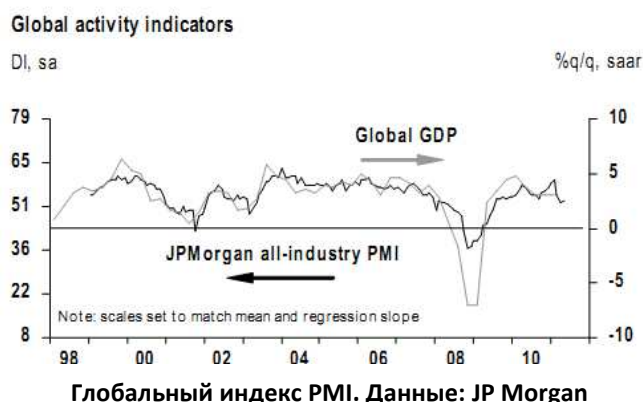
Если дефолт будет объявлен, то ввиду высокой интегрированности экономик (по оценкам базелевского Банка Международных Расчетов, долги, связанные со странами PIIGS, включая Испанию и Италию, составляют \$2 трлн.), это может привести к экономическому спаду мировой экономики, но к глобальному кризису вряд ли. Лучшее, что может

сейчас сделать ЕС – купить время пока экономика слаба, поддерживать Грецию. Долг под 150% от ВВП является неустойчивым. Так что, увы, греческая история еще не раз будет напоминать о себе.

Мировая экономика: темпы роста замедляются

Опубликованный за май опережающий индекс глобальной уверенности (PMI) показал некоторое замедление темпов роста мировой экономики.

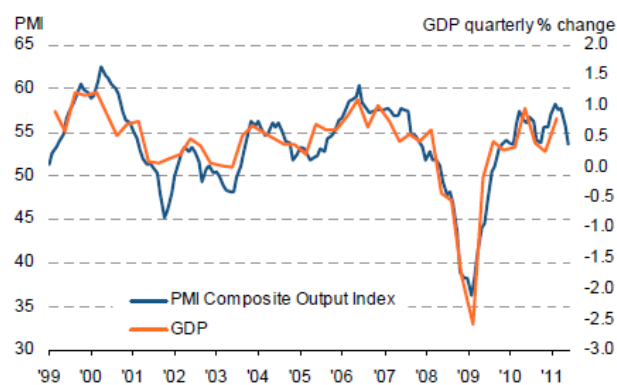
По мнению аналитиков JP Morgan, причиной ухудшения показателя стало снижение деловой активности в экономиках США и Японии. Однако, несмотря на падение индекса, экономический рост остается на высоких уровнях последних месяцев и выше докризисных уровней.



В конце июня были опубликованы опросы промышленности в Европе и Китае. Данные говорят о продолжении охлаждения мировой экономики. На графике справа сопоставлены темпы роста ВВП Европы (правая шкала) и индекса уверенности промышленности (левая шкала). Данные PMI предполагают, что промышленность страны растет темпами под 13% (в мае 13.3% YoY).

Данные Китая также показывают охлаждение. Индекс уверенности бизнеса в Китае, дающий оперативную оценку роста ВВП, продолжает оставаться на минимумах после кризиса, хотя и говорит о продолжении роста (значение выше 50 – рост, чем выше, тем быстрее растет).

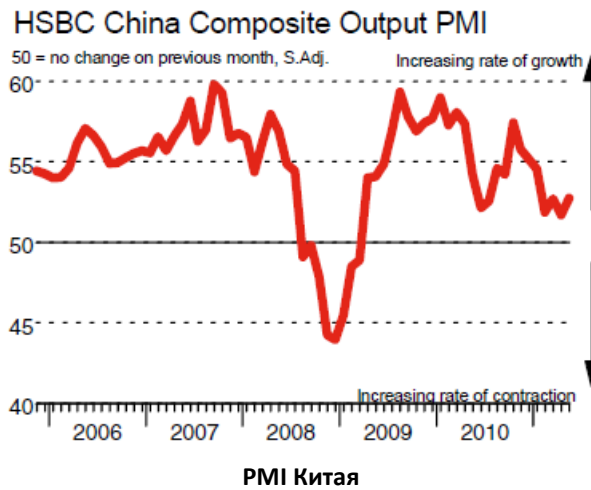
Markit Eurozone PMI and GDP



PMI и ВВП Еврозоны

Китайская экономика является главным фактором стоимости сырьевых товаров по широкому фронту, начиная от меди, заканчивая пшеницей и калийными удобрениями. Замедление экономического роста в Китае действительно может быть правдоподобным фактором падения сырьевых рынков. Правда, это не согласуется со стабильными ценами на нефть (брент в диапазоне \$105-125 за баррель). Власти страны уменьшают скорость предложения денег, что дестимулирует экономический рост и потенциально должно вернуть инфляцию к желаемому значению (цель властей 4%, тогда как апрель-апрель темпы составляли 5.3%). Монетарная стимуляция, вероятно, сама по себе не способна изменить долгосрочные темпы роста страны, но

может переносить их в краткосрочной перспективе. Так что



нынешнее замедление – это обратная сторона слишком быстрого роста Китая в 2010 году (порядка 10% с локальным ускорением до 11.9% YoY в 1-м квартале 2010). Опасения того, что замедление Китая приведет к провалу товарных рынков, следует считать преждевременным. Речь, видимо, идет о «мягком приземлении», нежели о «жестком», то есть рецессии. Так что мы не видим существенной угрозы российским акциям по этому направлению.

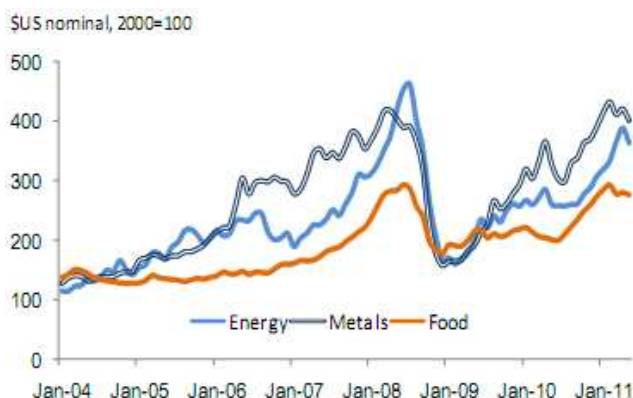
Товарные рынки

Товарные рынки практически полностью оправились от кризиса и вернулись на свои максимумы в номинальном выражении, благодаря росту спроса на сырье и продукты питания. Плюс свое влияние оказали политические факторы (конфликт в странах Магриба и Северной Африки) и неурожай.

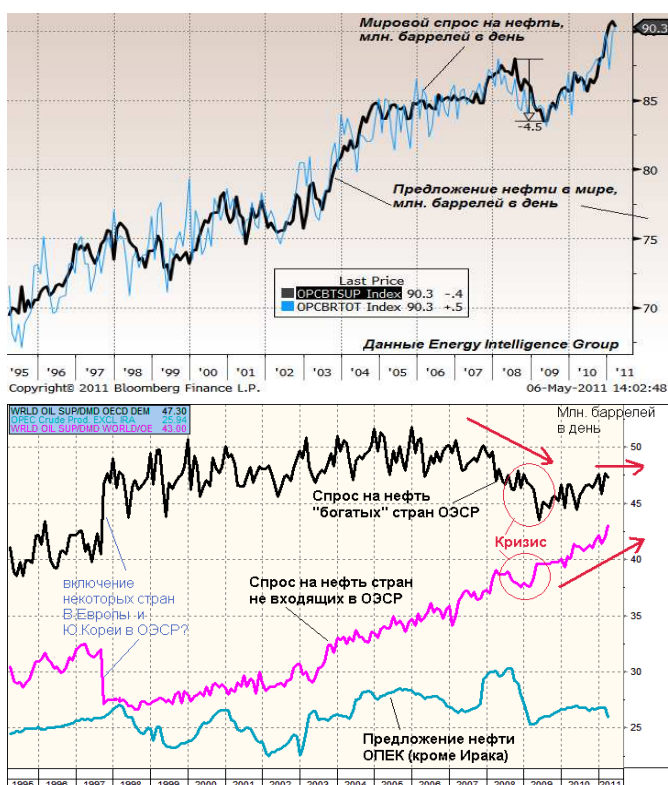
Нефть на протяжении 2011 года стабильно держится выше отметки в \$100 за баррель. WTI стоит дешевле, однако американская нефть – это уже отдельная история, которую мы описывали в предыдущей Стратегии.

Мировой спрос на нефть в 2010 году вернулся на докризисные уровни, сейчас он находится на своем пике. Предложение нефти так же растет, в основном за счет стран, не входящих в ОПЕК. Картель сейчас добывает меньше, чем до кризиса (свое влияние оказал и конфликт в Ливии). Однако, несмотря на это, на рынке наблюдается избыток нефти. Из-за этого ОПЕК в июне отказался пересмотреть ставшие уже формальными квоты, однако Саудовская Авария намерена в одностороннем порядке увеличить добычу нефти.

Рост потребления нефти, как и мировой промышленности, идет неравномерно. Развитые страны по-прежнему потребляют меньше нефти, чем до кризиса, в то время как развивающиеся страны стабильно наращивают спрос на сырье. Мы полагаем, что в ближайшие несколько лет мировое потребление нефти продолжит расти, что будет поддерживать цены. Как следует из прогнозов Департамента энергетики США (DOE), которых мы придерживаемся, к 2030 году цены на нефть достигнут

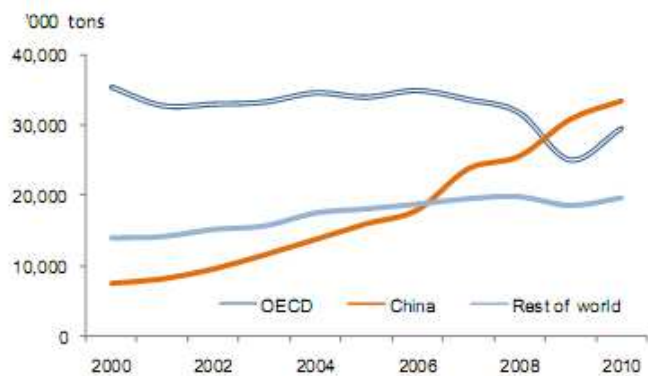


Индексы цен на товарных рынках.
Данные: Всемирный банк



Мировой спрос на нефть и его структура.
Данные : Bloomberg, Energy Intelligence Group

отметки в \$133 (базовый сценарий) в текущих долларах. Более краткосрочные прогнозы Департамента предполагают, что нефть будет в ближайшие год-полтора находится в диапазоне \$100-120 за баррель.



Цены на металлы также вернулись на свои докризисные значения. Основная причина – это рост потребления со стороны Китая, хотя отметим, что в 2011 году наблюдается некоторое замедление темпов роста спроса.

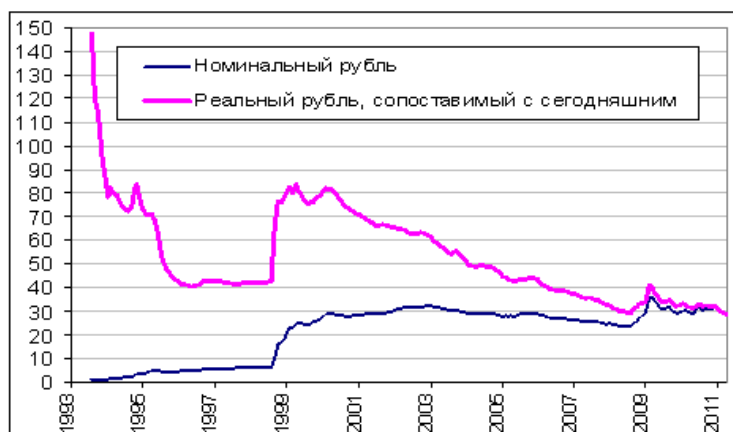
Спрос на металлы. Данные: Всемирный банк

Российский рубль

Принято сравнивать курс рубля с отметкой в 23 руб. за доллар, которую видели в первых числах августа 2008 г. Аккурат перед конфликтом с Грузией и крахом Lehman Brothers. Сравним. Но сперва избавимся от money illusion и переведем все в реальные цены. Рублевые цены с августа 2008 по март 2011 (без 4-х месяцев 3 года) выросли на 27%. Долларовая инфляция за этот период оставила всего 1.9%

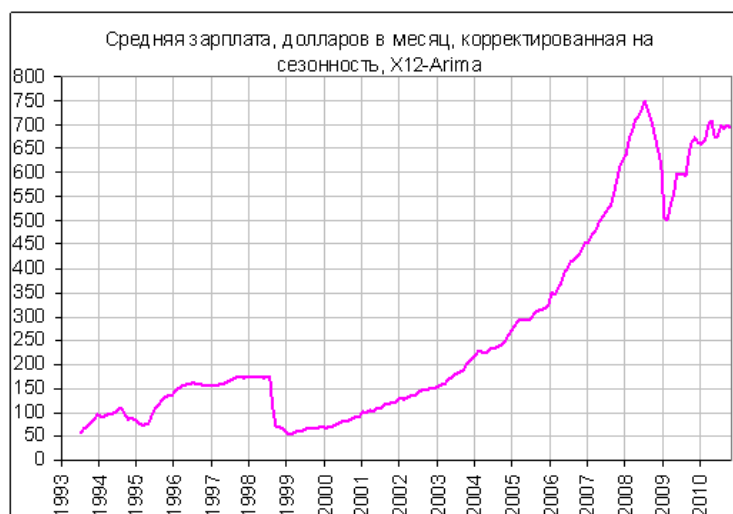
(в США цены падали в конце 2008 - дефляция). Итак, курс августа 2008 года на сегодня: $23 \text{ руб./}\$ * (1+27\%)/(1+1.9\%) = 28.66$

Выходит, что текущий курс ~28 руб./\$ - крепче, чем на максимумах в 2008-м. Более того, реальный курс рубля к доллару сейчас на максимуме за всю историю новейшей России. На графике справа два курса: номинальный (так как его привыкли видеть) и реальный (т.е. пересчитанный в рубли и доллары сегодняшнего дня).



Реальный и номинальный курсы рубля.
Данные: Bloomberg, расчеты «Парма-Менеджмент»

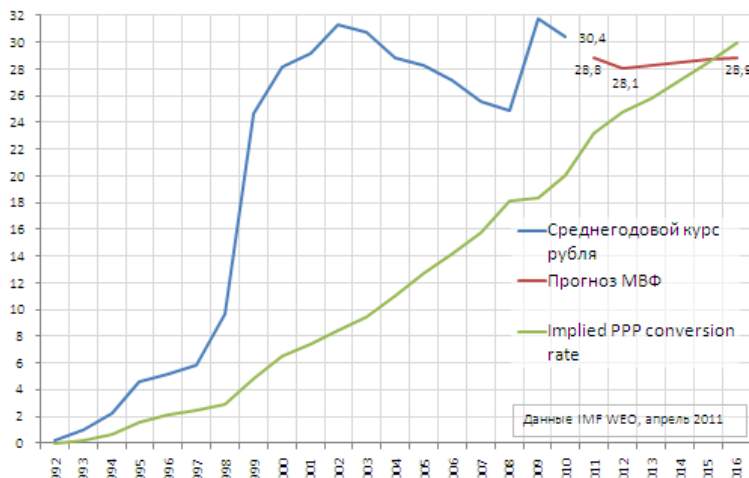
Россияне богатеют в долларом выражении, они продолжают богатеть и дальше. Средняя зарплата выросла с ~\$50 в месяц в 1999-м году до ~\$700. Для сравнения, инфляция доллара с начала 1999 года по апрель 2011 составила 37% (2.44% среднегодовых), так что «тогдашние» \$50 превращаются в сегодняшние \$68. Реальный долларовый рост больше чем в 10 раз (с учетом изменения налогов еще больше, это начисленная зарплата)



Средняя зарплата в России.
Данные: Bloomberg, расчеты «Парма-Менеджмент»

Рубль продолжит укрепляться и дальше в реальном выражении. Потому что все «оттоки» капитала, которые раньше роняли рубль в 90-е и «нулевые» должны

прекратиться. 1) Внешний госдолг почти отдан, по его линии «утекло» около \$130 млрд. 2) Международные резервы ЦБ РФ накоплены - еще \$500 млрд. 3) Частного капитала с 90-х утекло на \$270 млрд. Заметим, что большая часть оттока (около 2/3 минуса по счету капитала) создана правительством. А всего минуса - \$0.7 трлн. по счету капитала за пару десятилетий. Его покрывал хронический плюс счета текущих операций на точно такую же цифру. Можно трактовать так: Россия давала миру больше (экспорта) чем брала обратно (импорта). Разница и обеспечивала покрытие этого минуса по счету капитала.

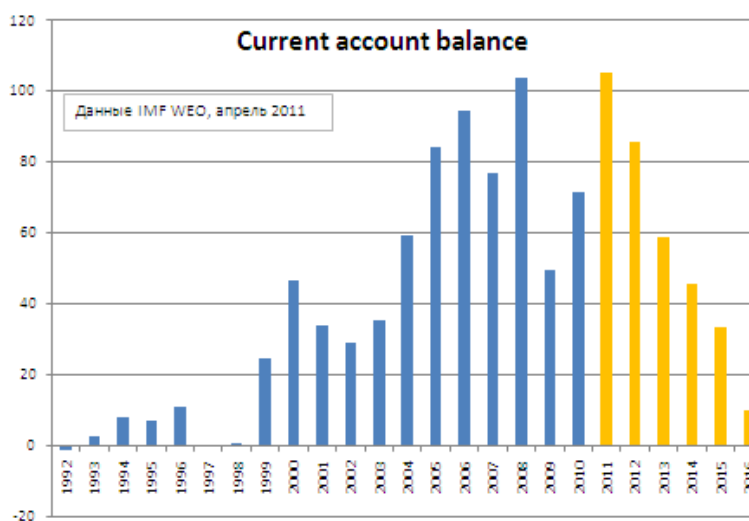


Прогнозы курса рубля от МВФ.

Данные: МВФ, расчеты «Парма-Менеджмент»

Времена меняются. «Отток» капитала в таких же масштабах не прогнозируется. Правительству уже не надо покупать валюту. Центробанк, похоже, тоже доволен размером резервов. Медленно движемся к свободному плаванию рубля. Частный отток вполне может смениться притоком.

Россия должна позволить себе больше импорта, соответствующего объему экспорта. Импорт должен стать еще более доступным для россиян, то



Сальдо счета текущих операций, \$ млрд. Данные: МВФ

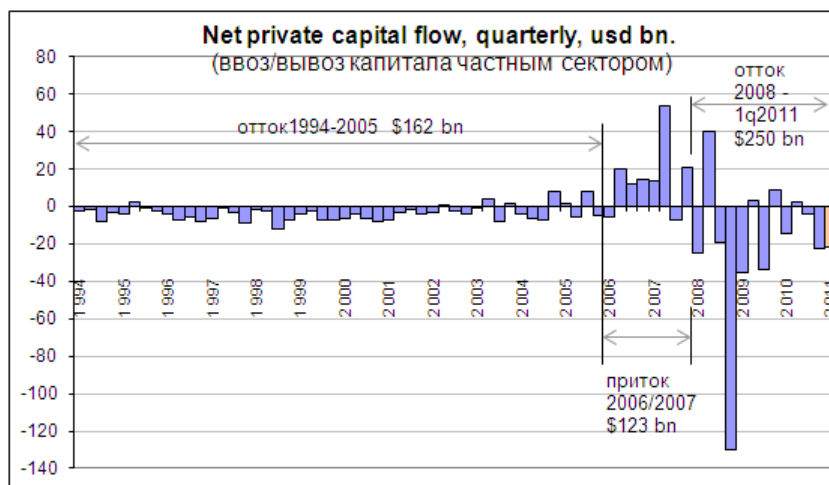
есть долларовая зарплата россиян продолжит расти опережающими темпами. Как следует из прогнозов МВФ, ожидается стагнация в районе 28+ руб. за доллар. Нетрудно заметить, что в 2016 году эксперты из МВФ предполагают, что рубль укрепитс до своего расчетного значения по паритету покупательной способности (зеленая и коричневая линии пересекаются). Мы согласны с МВФ: наши

прогнозы были и есть - 28-29 руб./долл. на ближайшие пару лет. С заметной волатильностью в обе стороны.

МВФ прогнозирует значительный плюс по счету текущих операций (то есть минус по счету капитала). Он постепенно падает почти до нуля к 2016 году. Соответствующий ему минус по счету капитала должен обеспечить либо частный отток, либо накопление резервов Центробанка. Общая сумма оттока составляет \$340 млрд. Частный капитал вряд ли сможет обеспечить этот минус, скорее он выйдет в плюс.

Разберемся с терминологией. Если «Транснефть» заняла за рубежом - это «приток». Построив на эти деньги ВСТО, «Транснефть» отдает кредит – это «отток». Вряд ли кто-то скажет, что отдача кредита это бегство капитала из-за злобствующей власти. Но люди пользуются подобной неправильной терминологией, понимают ее буквально и делают неверные выводы. Отток/приток это *misnomer* (a term which suggests an interpretation that is known to be untrue). Подобные

«гидравлические» (можно сказать хуже - "канализационные") термины о платежном балансе не верны – лучше говорить о «профиците» или «дефиците» счета частного капитала или "плюсе" или "минусе" по счету капитала.



Центробанк

пользуется словами про «ввоз»/«вывоз» тоже не очень хорошо. Есть предположение, что во времена золотого стандарта капитал действительно «возили» в виде золота. Но и такая «транспортная» терминология оставляет все то же ложное впечатление, что капитал «бежит из страны». Капитал теоретически может бежать, но не всегда минус по счету капитала говорит о плохом инвестиционном климате.

Минус по счету капитала в России - вещь сложная. За 1-й квартал плюс текущего счета в размере \$31.8 млрд. был покрыт на треть интервенциями Центробанка, давшего

треть «оттока» - \$10.1 млрд. Центробанку удалось идентифицировать минус частного капитала на \$15.9 млрд. А на \$5.8 млрд. не удалось – «ошибки и пропуски».

У нас нет убедительной теории почему наблюдается минус по сальдо частного капитала. Для этого надо понять мотивацию огромного числа участников внутри страны и за ее пределами. А примитивным воплям о «бегстве» по политическим причинам верить не хочется. К слову, эти вопли могут сами по себе создавать «бегство» с целью «заработать на девальвации».

Рабочая гипотеза - счет частного капитала в ближайшие годы будет близок к нулю в среднем. Был же он положительным с 2006 по первую половину 2008-го года. Если еще при этом верить МВФ (и думать, что их прогноз счета текущих операций согласован с прогнозом по рублю), то к 2016 году резервы Центробанка составят \$800-900 млрд. Только Центробанк сможет компенсировать профицит счета текущих операций, тем самым удерживая рубль на отметке около 28 рублей за доллар.

Майский провал: история не повторяется, она рифмуется

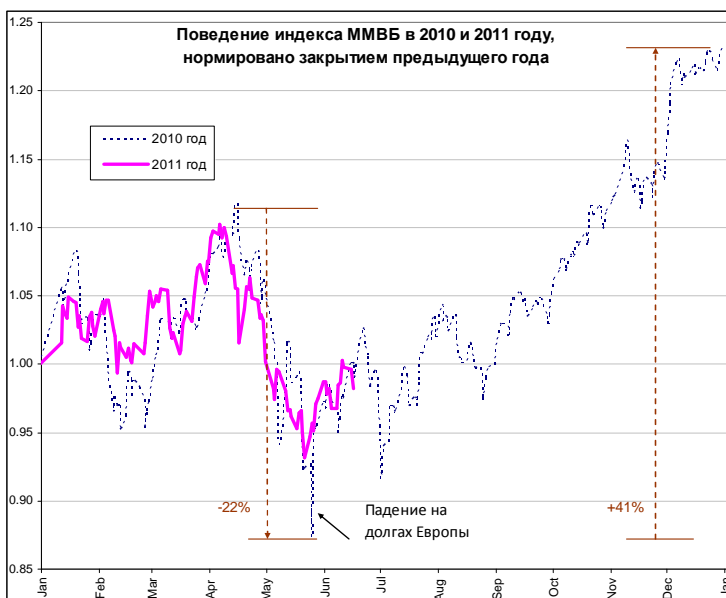
Поведение акций в этом году сильно напоминает поведение в прошлом. Повышение до апреля, последующий отвесный обвал и восстановление. С максимума 11 апреля 2010 по 24 мая индекс ММВБ обвалился на 15.8%, это здоровая коррекция после мощного роста с прошлогоднего майского «дна» почти 1.5 раза.

Нас не покидает ощущение déjà vu. Аналогичная ежеквартальная записка год назад писалась в таких же условиях. Тогда на проблемах периферийных долгов Европы возникли страхи «второй волны» кризиса, активно продержавшиеся до осени. Было вполне страшно и не спокойно.

Но тогда мы занимали крайне оптимистическую позицию, написав следующее: *«Максимумы фондового рынка мая 2008 года могут служить неплохим ориентиром, рост до них составит еще +75%. Мы рассчитываем, что эти цены будут достигнуты в течение ближайших двух лет, соответственно ожидаемая доходность будет приближаться к 30% годовых».*

Долларовый индекс РТС вырос с 16 июня 2010 года по 16 июня 2011 на 39% (в годовых то же самое). В рублях за этот период доходность меньше: индекс ММВБ +24%. Разница связана с укреплением рубля, которое мы также «угадали», наш прогноз год назад предполагал достижение 28 руб. за доллар (в июне 2010 курс колебался между 31 и 32 руб./\$, так что это был смелый прогноз).

Настало ли время корректировать прогнозы? Мы считаем, что нет, длинный ростовой тренд российских акций весьма далек от завершения. Рациональная позиция – продолжать сохранять существенный портфель акций. Главный



Поведение индекса ММВБ в 2010 и 2011 гг.
Расчеты «Парма-Менеджмент»

аргумент – исключительная дешевизна российских акций, это один из самых недооцененных рынков в мире.

Но как же майская коррекция? Может быть, стоило продать акции перед падением? Конечно, если глядеть на исторические графики, то нетрудно сказать, когда надо было продавать, когда было нужно покупать. Однако важно осознать, что попытки обыгрывать небольшие колебания чреваты утратой видения долгосрочной перспективы. Так, с 1999 по 2007 год российский фондовый рынок рос почти по 50% годовых в долларах. Нам не раз доводилось видеть трагические истории частных лиц, которые умудрялись банкротиться в это сказочное для инвестиций время. Если бы они просто купили акций и ничего не делали, их результат был бы лучше. Однако они считали, что смогут угадать колебания рынка с использованием заемных денег. И затем попадали на «маржин коллы».

Были другие, которые считали, что смогут с помощью стоп-лоссов снизить риски. Но в период мощного роста 1999 - 2007 годов это приводило к тому, что они недозарабатывали. Поскольку сейчас баланс рисков и ожидаемых прибылей сильно смещен в пользу последнего, лучше просто пассивно держать акции.

Рифмуются ли 1998 и 2008 годы?

Апрель-май 2011 года оказался похожим на прошлогодние. Однако, уровни котировок на треть выше. Можно пытаться искать не только краткосрочные аналогии, но и посмотреть на большую картину. Мы ожидаем, что бурный рост акций после краха 2008 года будет продолжаться примерно также, как это было после дефолта 1998 года.



Поведение индекса РТС в 1995-2005 и 2005-2011 гг. Расчеты «Парма-Менеджмент»

Конечно, аналогия не может быть полной и не следует искать полного совпадения «волн». История не повторяется, она рифмуется. Кроме «технического» взгляда на эту «рифму» следует рассмотреть и логические аргументы.

Откуда берутся цены на фондовом рынке?

Почему российские акции стоят столько? Куда идет рынок? Истину не знает никто, а ответы на эти сложные вопросы зависят от того, кто на них отвечает, каковы его



Просто нормальный день на фондовом рынке. Фраза, что акция будет превосходить (excel) превращается в крики «продавай» (sell).

Раздраженное прощание (good buy) превращается в созвучное «покупай» (buy).

«философские основания» и мировоззрение. Но это самые главные вопросы в инвестировании.

Так, есть позиция технического анализа о том, что цена определяется психологией. Глядя на движения цены и связанного с ней

«технического индикатора», отыскивая закономерности колебаний, можно попытаться предсказать будущее. Не будем спорить, возможно, так и есть. В худшем случае, технический анализ дает ощущение уверенности, которого

так не хватает на рынках, в лучшем – позволяет зарабатывать.

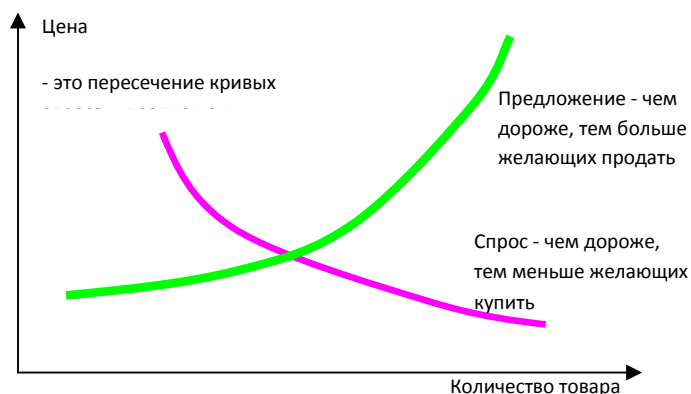
Однако вряд ли технический анализ можно использовать для прогнозирования больших промежутков времени. Инерционность мышления толпы имеет свои пределы. Мы просто отказываемся верить в то, что, посмотрев на сегодняшние перемены настроения, можно угадать каковы будут настроения через десять лет. Если психология определяет технический анализ, то долгосрочно технический анализ не работает.

При этом мы придерживаемся долгосрочного подхода к инвестированию. Нас интересует, где будет экономика и фондовый рынок через много лет. И тут нам на выручку может прийти «фундаментальный анализ», задачей

которого является объяснение колебаний акций, исходя из прибылей корпораций, состояния и прогнозов экономики. Этот подход также нельзя назвать идеальным по массе причин, которые мы сейчас обсудим. Но он может дать некоторые ценные идеи, куда же все-таки движутся акции.

Спрос и предложение

Как утверждают экономисты – цена это результат спроса и предложения. Вообще говоря, графические кривые спроса и предложения, которые рисуют ученые, в реальной жизни не существуют. Это лишь полезные конструкции, позволяющие нам упростить окружающий мир и как-то его



Кривые спроса и предложения. Логичная на первый взгляд конструкция, но она плохо работает на фондовом рынке.

понять. Кривые спроса обычно рисуют нисходящими – чем выше цена, тем меньше желающих купить. Кривые предложения наоборот – восходящими, чем больше цена, тем больше желающих продать.

Это логичная конструкция, но ее

применимость на фондовом рынке сильно ограничена. Она просто не всегда работает:

- Так, ситуация пузыря предполагает, что покупки одних провоцируют покупки других и возникает самоподдерживающийся рост цены. Покупатели хотят купить больше с ростом цены – совсем противоположная ситуация, чем нам говорит стандартная кривая. Но также и продавцы, с ростом цены их желание продать может становиться не сильнее, а слабее. Такие парадоксы возникают на рынках активов, не только в акциях, но и в недвижимости и на валютном рынке.

- Но цены акций могут падать слишком низко. Так, провал российских акций 2008 года был временем «обратного пузыря», то есть когда цена упала неоправданно низко. Конечно, там преобладал «технический» фактор продаж от закредитованных инвесторов. Но также были и продажи отчаявшихся инвесторов, которые не могли вынести падения. Чем дешевле становились акции, тем больше было желающих продать, совсем не так, как описывается графиком выше.

Так что же, кривые спроса и предложения не работают? Мы считаем, что классическая модель экономистов

работает и на фондовом рынке. Но она действует очень долгосрочно. Есть небольшой класс инвесторов, которые покупают акции ради получения доходности.

Какие акции являются дешевыми? На это может ответить «фундаментальный анализ», который мы определяем очень просто. Если вы заглядываете в отчетность компаний, которые покупаете, и пытаетесь понять ее финансовые результаты, это и есть «фундаментальный анализ».

В своей простейшей форме он использует мультипликатор P/E. В нем числитель «P» (от «price») – стоимость компании на рынке, ее капитализация. А «E» (от «earnings») – прибыль. Можно подумать о P/E как о простой окупаемости, за сколько лет стоимость компании P будет окуплена прибылью E. Окупаемость – настолько простая и интуитивно понятная концепция, что ее знает практически любой человек, даже не учившийся на экономиста.

Чем больше мультипликатор P/E, тем дороже акция. Чем ниже – тем дешевле. На фондовом рынке прибыль возникает в случае, если акция покупается дешево и продается дорого. А понять является ли текущий рынок акций дешевым или дорогим нам поможет данный мультипликатор.

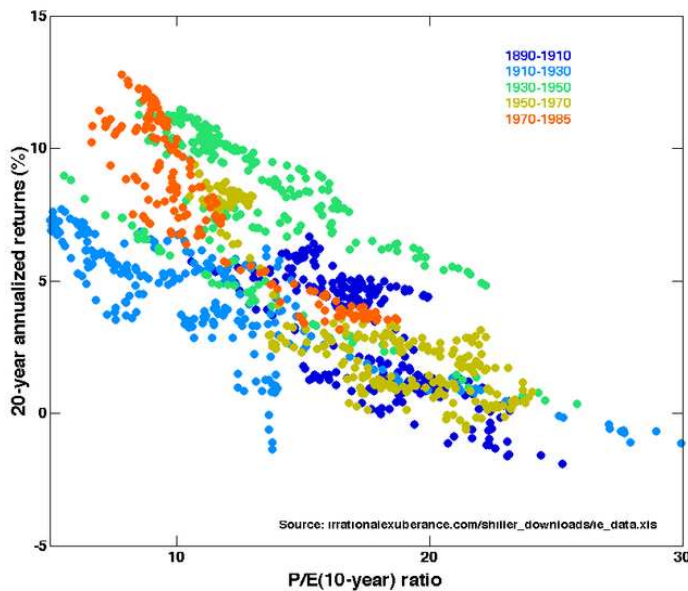
Тут следует сделать еще одну оговорку. Оказывается, прибыль компаний не постоянная величина. Она растет вместе с масштабом предприятия (и это нормально, большее предприятие должно стоить больше и зарабатывать большую прибыль). Но также прибыль имеет обыкновение сильно падать в кризис, во время рецессии и расти во времена бума. Соответственно, даже если цена P в мультипликаторе остается неизменной, то E может колебаться, вызывая пропорциональные изменения мультипликатора P/E.

Профессор Роберт Шиллер (который предсказал крах пузыря NASDAQ и крах рынка недвижимости США) предлагает слегка модифицировать этот коэффициент. Вместо текущей прибыли он предлагает использовать среднее значение реальной прибыли за последние 10 лет. Это довольно большой срок, перекрывающий типичную длительность бизнес цикла от 4 до 7 лет.

Ниже приведен график, иллюстрирующий реальную доходность инвестора (т.е. очищенную от инфляции) в

последующие 20 лет в зависимости от того под какой мультипликатор покупались американские акции.

Есть явно выраженная зависимость, чем ниже мультипликатор, тем большую доходность приносили акции. Этот график можно рассматривать как доказательство, что фундаментальный анализ отчасти работает.



Рынок действительно ведет себя так, как предлагает кривая спроса и предложения. Инвесторы стараются покупать акции, когда они дешевы, а это двигает цены вверх. И слишком дорогие акции рано или поздно продаются. Так, рынок возвращается в состояние «эквилибриума», точки равновесия, где цены являются «правильными» или «справедливыми»,

Зависимость доходности инвестора от мультипликатора P/E. Данные на акции являются «правильными» или «справедливыми»,
http://en.wikipedia.org/wiki/P/E_ratio

пользуясь терминологией экономистов и аналитиков.

Мы осознаем, что 20-ти летний промежуток превышает желаемый срок инвестиций большинства людей. Конечно, хотелось бы заработать как можно больше, и как можно быстрее. Но фондовый рынок, увы, не предлагает хороших способов быстро заработать. А попытки подобного рода зачастую заканчивались быстрым разорением.

Мы считаем, что российские акции дешевы, причем как абсолютно, так и относительно. В обоих случаях мы будем ссылаться на мультипликатор P/E, который у российского рынка сейчас составляет около 5.7 по ожидаемой прибыли 2012 года.

Абсолютная дешевизна российских акций

В истории США было лишь несколько случаев, когда мультипликатор P/E приближался к 5 – это были классические уровни покупки. Среднее значение этого показателя для США было около 15, поднимаясь как выше, так и опускаясь ниже этой отметки.

Российский мультипликатор P/E = 5.7 можно трактовать следующим образом. Если прибыль компаний не будет изменяться, то компании «окупают» себя своей прибылью за 5.7 лет. А ставка подобной окупаемости будет равна $1/5.7=17.5\%$ в год. Согласитесь, неплохая доходность.

Среднее значение мультипликатора для развивающихся рынков составляет около 10. При таких же предположениях они «окупают» себя за 10-ти летний срок, а ставка «окупаемости» составляет порядка 10%. При всех рисках акций, «доходность» в 10% представляется вполне адекватной.

И также мы можем представить среднее значение для рынка США, составлявшее за 200 лет истории порядка 15. Ставка «окупаемости» составляет $1/15=6.7\%$. На самом деле, американские акции на больших отрезках времени приносили удивительно постоянную реальную доходность около 6.5-7%. Номинальная отдача была выше на величину долларовой инфляции, составлявшую 3% в прошлом столетии, что дает цифру в 10%.

Относительная дешевизна российских акций

Это самая простая форма «фундаментального анализа» -



Мультипликатор P/E по рынкам акций. Данные: Bloomberg



На сколько должны вырасти российские акции, чтобы сравняться с Бразилией и развивающимися рынками.

Расчеты: «Парма-Менеджмент»

рынки в целом, она должна вырасти на $10.06/5.87-1 = 72\%$.

Согласитесь, это не мало. И эта доходность может достаться человеку, покупающему российские акции, если они действительно будут догонять уровни развивающихся рынков.

сравнение мультипликаторов прибыли. Но это крайне полезное упражнение.

Российские акции в 2006 и 2007-м году торговались наравне с развивающимися рынками в целом и Бразилией в частности. Затем случился 2008 год и обвал акций по всему миру. Восстановление началось быстро, «дно» было пройдено развивающимися рынками в январе, развитыми – в марте 2009 года.

Россия обвалилась больше других рынков и продолжает отставать в восстановлении. Вот это и есть «относительная дешевизна». Эти данные можно преобразовать в «потенциал», на сколько должна вырасти Россия, чтобы догнать названные рынки.

Так, мультипликатор P/E для MSCI Emerging markets сейчас составляет 10.06, а у отечественного MSCI Russia – 5.87. Для того чтобы Россия стоила столько, сколько развивающиеся

Суть в том, что российские акции стали дешевыми только с 2007 года, хотя до этого торговались наравне с развивающимися рынками. Отсюда следует важный вопрос – когда российские акции стоили правильно – до кризиса 2008 года или после?

Почему дешевы российские акции?

Есть разные варианты ответа на этот вопрос.

Проблемы политики, коррупции в России.

Можно предположить, что инвесторы избегают российские бумаги, потому что опасаются неадекватности политических процессов в России. Крайний риск – экспроприация, но, согласитесь, этот сценарий пока не просматривается. В числе доводов может быть такой: прибыль «Газпрома», «ЛУКОЙЛа» или «Сбербанка» достанется чиновникам, поэтому мультипликатор России является заслуженно низким. Однако, проповедуя данную точку зрения нужно как-то примириться с тем фактом, что до кризиса российские акции были сравнительно дороги и адекватны уровням цен развивающихся рынков. Может ли кто-то сказать, что проблемы политики ухудшились? Едва ли. «Дело ЮКОСа» прошло давно. Мы не видим значительно ухудшения в этом вопросе.

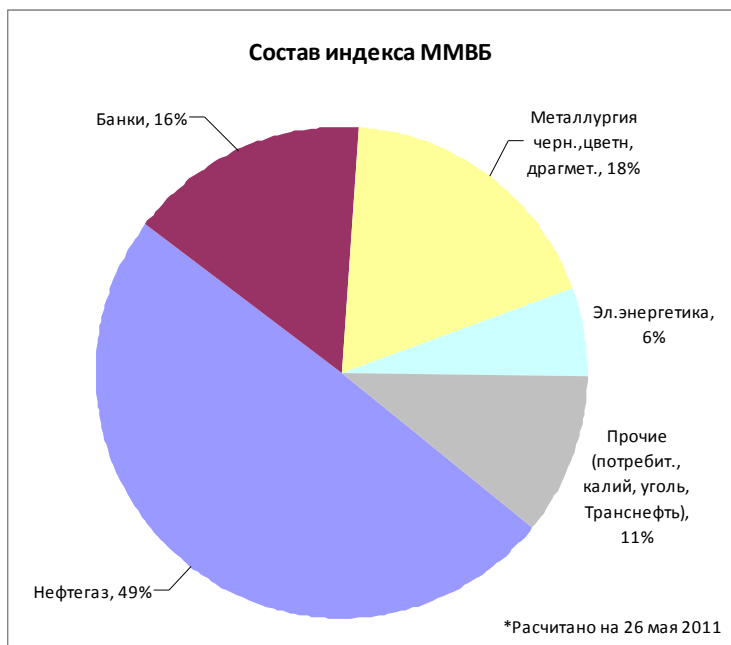
Напротив, последние высказывания Дмитрия Медведева о снижении уровня коррупции, выведения чиновников из советов директоров, форсирование приватизации можно расценивать как разворот тренда.

Поразительно, но Владимир Путин высказывается в том плане, что слова Медведева являются общей позицией. Мы не исключаем положительных сюрпризов осенью. Политика, наверняка, оказывает депрессивное воздействие на настроения инвесторов, реальные признаки изменений могут заметно повысить котировки отечественного рынка.

Структура фондового рынка.

Есть мнение, что перекося в сторону нефтегазовых акций определяет дисконт. В индексе ММВБ они имеют вес в 50%. В этой логике нефтегазовые бумаги являются рискованными, компании ничего не могут противопоставить колебаниям мировой конъюнктуры. Можно учесть, что в экспорте России доминирует нефть и газ, им страна «расплачивается» за внешнее потребление. В этом смысле вся страна - «price taker», она ничего не может противопоставить колебаниям цен.

Если посмотреть на стоимость нефтегазовых компаний, они все не выглядят чрезмерно дорогими. Типичные значения мультипликаторов р/е по прибыли текущего и следующего годов составляют 8.7 и 8.3. Это ниже чем в среднем, скажем, по мировым ритейлерам, 10.7 и 11.7 соответственно. Так что эта теория имеет некоторую степень правдоподобия.



Но даже после этого российские компании «Газпром» и «ЛУКОЙЛ» в два раза дешевле. Этот дисконт уже трудно объяснить.

Структура индекса ММВБ. Расчеты: «Парма-Менеджмент»

#	Компания	Капитализация	P/E 2011 est	P/E 2012 est
1	EXXON MOBIL CORP	378,225	8.3	8.7
2	PETROCHINA CO LTD-H	300,640	9.9	10.3
3	ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	211,030	7.0	7.7
4	CHEVRON CORP	196,806	7.5	7.6
5	PETROBRAS - PETROLEO BRAS-PR	196,777	7.1	7.9
6	GAZPROM OAO	165,666	4.0	4.2
7	BP PLC	131,265	5.6	5.7
8	TOTAL SA	126,833	6.7	6.8
9	CHINA PETROLEUM & CHEMICAL-H	105,123	6.7	7.2
10	CONOCOPHILLIPS	100,967	8.2	8.8
11	ENI SPA	88,521	6.3	6.8
12	ROSNEFT OIL COMPANY	85,901	8.2	6.8
13	ECOPETROL SA	86,459	9.7	10.7
14	STATOIL ASA	74,504	6.6	7.5
15	BG GROUP PLC	69,754	13.3	15.5
16	SUNCOR ENERGY INC	58,836	10.7	11.6
17	LUKOIL OAO	52,063	4.8	4.6
18	REPSOL YPF SA	37,975	8.8	10.6
19	IMPERIAL OIL LTD	36,968	11.5	11.4
20	MARATHON OIL CORP	35,284	8.0	7.7

Рыночная ошибка

Если считать, что рынки всегда дают правильную цену акций, то не зачем пытаться обыграть рынок. Все акции имеют правильные цены. Если какая-то акция обгоняет рынок, то это лишь следствие случайности или результат новых обстоятельств (цена нефти выросла – «ЛУКОЙЛ» подорожал).

Значения мультипликаторов P/E для нефтегазовых компаний.

Данные: «Bloomberg»

Задача анализа состоит в противоположном – верить, что рыночные ошибки существуют, искать их. И при этом нужно полагать, что рынок со временем исправляет свои ошибки, что и дает возможность заработать. Такой взгляд на вещи предполагает, что инвесторы (не обязательно все, некоторые) на рынке рациональны.

Что формирует спрос на российские акции?

Для роста котировок необходим устойчивый спрос. Это ситуация когда объем денег, желающих купить, превышает стоимость акций тех, кто желает продать. Спрос может родиться под влиянием «осознания» рынком своей ошибки. Но это весьма длительный процесс, имеющий срок в месяцы и годы, поскольку мнение должны поменять множество инвесторов.

Наиболее вероятно, что такое произойдет под влиянием некоторых событий-катализаторов, прогнозировать которые трудно. Если инвесторы считают, что дешевизна оправдана политикой, то должны появиться знаки, что это не так плохо, как кажется. Возможные события – вступление в ВТО, выборы президента, принятие важных антикоррупционных законов, защита прав миноритарных акционеров или освобождение Ходорковского.

Немного теории о факторах, влияющих на спрос на акции

Во-первых, факторы, влияющие на спрос, можно разделить на внутренние и внешние. Внутренние факторы позволяют с помощью моделей ДДП оценить фундаментальную стоимость компании, на основе чего можно судить о ее привлекательности. Внешние факторы, такие как макроэкономическая политика, глобализация, геополитические факторы, также непосредственным образом влияют на спрос.

Во-вторых, структура участников фондового рынка играет роль в формировании спроса. На российском фондовом рынке оперируют как российские, так и зарубежные участники. Поэтому их поведение и предпочтения во многом определяют динамику российского рынка акций. Кроме того, важна структура участников по экономической принадлежности: домашние хозяйства, институциональные инвесторы, банки, государство.

В-третьих, поведение инвесторов и склонность к риску также оказывают влияние на формирование спроса. Объясняется это тем, что отношение к риску определяет во многом выбор инвестиционной стратегии. Принято в классической экономической теории выделять три типа инвесторов в зависимости от их отношения к риску: рискофилов, рискофобов и нейтральных к риску.

Индивиды, для которых безрисковый актив более предпочтителен, чем рискованный актив (акции), относятся к рискофобам, которые требуют компенсацию за риск в виде повышенной средней ожидаемой доходности от инвестиции. Инвестор выбирает оптимальный портфель, (состоящий из двух классов активов: рискованного и безрискового) на основе точки касания его кривой безразличия и эффективного множества. Эффективное множество содержит набор портфелей, характеризующихся максимальной доходностью при заданном уровне риска либо минимальным уровнем риска при заданной доходности. Чем менее рискованнее инвестор, тем большую долю своего портфеля он будет держать в безрисковых инструментах. И наоборот, чем рискованнее, тем больше акций он будет покупать. Таким образом, склонность к риску влияет на спрос на рискованные активы, в частности на акции.

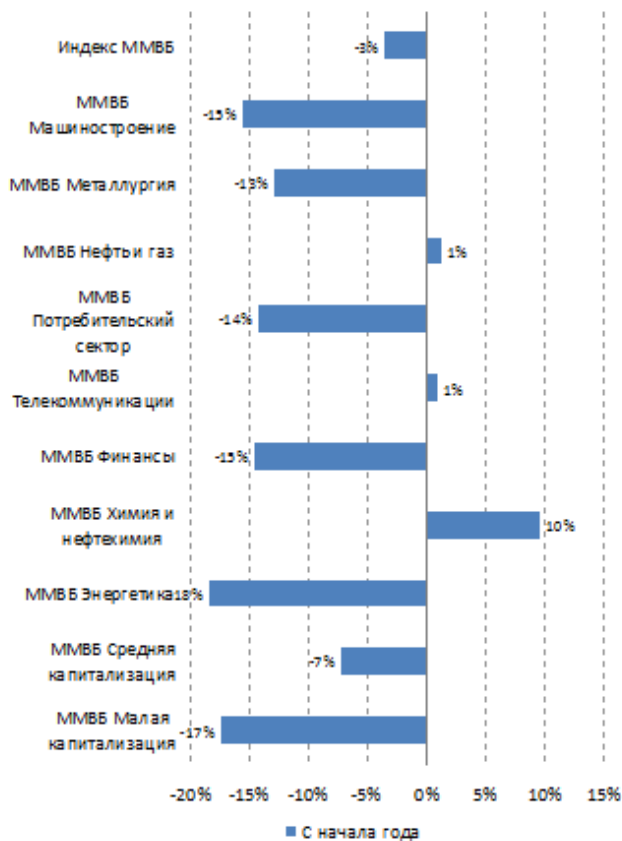


Как инвестор определяет структуру портфеля

Российский рынок акций во втором квартале

Главным локомотивом роста в первом квартале 2011 года стали бумаги нефтегазового сектора, которые заметно отстали от остального рынка. Международные инвесторы

активно покупали российские бумаги, о чем свидетельствует статистика притока денег в фонды от ERP Global. Авария на Фукусиме только повысила инвестиционную привлекательность поставщиков ископаемого топлива. Однако во втором квартале ситуация изменилась, и акции завершили его в минусе. Есть попытки объяснить провал опасениями инвесторов относительно замедления темпов роста мировой экономики и проблемой суверенных долгов в Европе. Первое полугодие индекс ММВБ закрывает в небольшом минусе, РТС из-за курсовых разниц – в плюсе.



Хуже всего с начала года чувствуют себя бумаги электроэнергетики. Здесь присутствует определенное

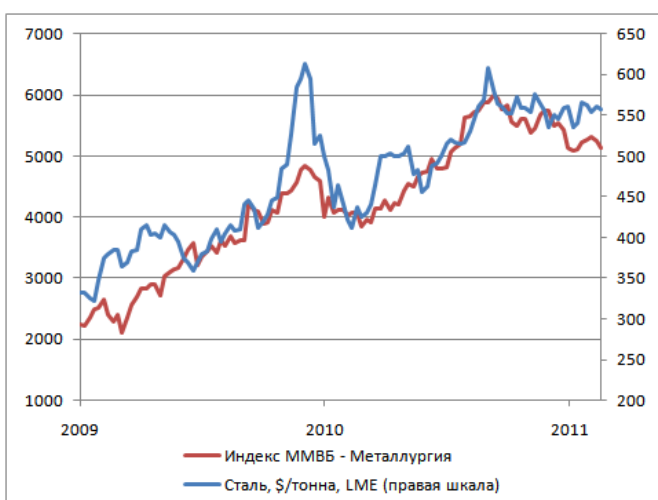
давление со стороны правительства, высказавшее недовольство темпами роста тарифов монополий, в первую очередь энергетиков. В результате чиновники предложили урезать тарифы монополий, ограничив их темпами инфляции, фактически правительство отказалось от прежних обещаний, которыми зазывало иностранных инвесторов. Однако энергетики заявили, что в случае снижения темпов роста тарифов, у них просто не останется ресурсов для инвестиционной программы. Последний вариант, который озвучило правительство, это индексировать тарифы на инфляцию + 1-2%. Мы полагаем, что после выборов ситуация в электроэнергетике нормализуется. В этом секторе мы рекомендуем обратить внимание на магистральные сетевые компании: «ФСК» и МРСК. Из генерации мы позитивно смотрим на «Русгидро». Также некоторый интерес остается в сбытовых компаниях (высокая дивидендная доходность ряда бумаг).

Нефтегазовые бумаги находятся на уровнях начала года. Мы по-прежнему видим повышенные потенциалы для роста в ряде бумаг. Намерения правительства по пересмотру налоговой системы существенно не изменят нагрузку на нефтяные компании, и она останется на текущем уровне. А вот «Газпром» понесет определенные потери из-за роста ставки НДС. Однако это будет компенсировано ростом внутренних тарифов на газ. Сейчас налоговая нагрузка на газовые компании в разы ниже по сравнению с нефтяными компаниями, поэтому рост ставки НДС на газ вслед за внутренними ценами вполне логично. Самые интересные идеи в этом секторе - «Газпром», «ЛУКОЙЛ», «Башнефть».

Акции компаний-металлургов следуют за ценами на сталь, которые в 2011 году стоят на месте. Сектор торгуется примерно на одном уровне, явных фаворитов среди бумаг этого сектора нет.

Потребительский сектор в 2009-2010 годах был лучше рынка, и котировки акций большинства компаний превысили докризисные уровни. В 2011 году сектор чувствует себя неважно и находится в числе отстающих. В целом, отрасль мы не находим такой уж дешевой, и все компании, с учетом ожидаемых темпов роста, торгуются ровно. Выделяются только «М.Видео» и «Дикси», которые с учетом темпов роста торгуются дешевле остальных компаний.

После объединения МРК и «Ростелекома» число телекоммуникационных бумаг сильно сократилось. Из оставшихся бумаг, интересными нам кажутся дивидендные акции «МТС» и «МГТС». В целом, сектор растущим назвать трудно, поэтому бумаги телекомов вряд ли покажут опережающий рынок рост.



Сравнительная динамика цен на сталь (LME) и индекса ММВБ-Металлургия. Данные: Bloomberg

Отдельные идеи во втором эшелоне

«ВЕРОФАРМ»	P/E 11 = 8,7. Компания торгуется с дисконтом к своим аналогам как на российском («Фармстандарт» 11 = 9,4), так и зарубежном рынке. Показала сильный рост выручки и прибыли за 1 квартал по МСФО. Устойчивое финансовое положение, не обременена долгами.
«Квадра»	P/E 11 = 10.6, EV/EBITDA = 2.8
«КСБ» ап	P/E 10 = 1.7, что достаточно дешево для сбытовых компаний.
«КубаньЭнСб»	P/E = 3. Дивидендная доходность - 24.5% , на дивиденды было выделено 72% от чистой прибыли.
«Лензолото»	P/E 10 = 3,9. По итогам 2010 года компания направила всю прибыль на дивиденды (доходность обыкновенных акций - 11.5%, привилегированных - 9%). Будет ли компания продолжать выплачивать такие дивиденды непонятно.
«Ленэнерг-п»	P/E 10 = 5.6. Компания стабильно выплачивает высокие дивиденды по привилегированным акциям, за 2010 доходность составила 11%. Распределительная сетевая компания, перешедшая на RAB регулирование.
«Пермэнергосбыт»	P/E=8, дивидендная доходность 2010 = 12,8%. На дивиденды направляется практически вся чистая прибыль. Данные за первый квартал компания не раскрыла.
Тамбовская энергосбытовая компания	P/E=3, дивидендная доходность префов – около 1%. По бумаге проходит мало сделок, но можно покупать в стакане.
«Таттелеком»	P/E=7,5. Дивидендная доходность – 4%. Основной акционер – правительство республики. Как и «Башинформсвязь», компания не участвует в реформе «Связьинвеста».
«Челябэнергосбыт»	P/E = 2,8, что крайне дешево. По итогам 2010 года компания не будет платить дивиденды. В 2009 году див. доходность «обычки» составила 1,5%, «префов» – 2%.
«Черкизово»	P/E = 8, что не так уж и дешево, но и не дорого. Компания в кризис оставалась прибыльной. Достаточно устойчивый бизнес, ориентированный на внутренне потребление.
«ЧТПЗ»	P/E 10 = 7,5 (данные МСФО). Компания в 2010 году открыла новое трубное производство (цветные станки), на которые возлагаются большие надежды. Прогнозный P/E 11 = 5. Компания имеет чрезмерную долговую нагрузку, соотношение долг/ЕВТДА 5.2. Для понимания, чистая прибыль компании в 2010 году составила чуть более 4 млрд. рублей, на проценты было направлено 9 млрд. рублей.

«Южный Кузбасс»	Угледобывающая «дочка» «Мечела» (96%). Компания торгуется с P/E 10 = 5, что дешево, однако бумаги крайне неликвидны.
«ЦМТ»	Единый архитектурный ансамбль общей площадью 278 000 кв.м. объединяет 3 офисных здания, Конгресс-центр, бизнес-отель Crowne Plaza Moscow WTC и Апартамент-отель «Международная-2». В настоящее время услугами ЦМТ пользуются около 500 фирм-арендаторов, среди которых ведущие российские и иностранные компании, представляющие всемирно-известные бренды. Сейчас компания торгуется с мультипликаторами P/E=6,6.
ПСБ (Петербургская сбытовая компания)	Компания выплачивает хорошие дивиденды: 60% от чистой прибыли, дивидендная доходность составила 8,8% по итогам 2010 года.
ОАО РКК Энергия им. С.П. Королева	P/E 11 = 5
Банк Санкт-Петербург, ап	Постоянный дивиденд = 0,41\$, в отличие от «МДМ банка» они платятся. По итогам 2010 года дивидендная доходность составила 8%.
ТГК-1	P/E 11=5. Осенью 2010 года бумага пользовалась спросом, однако сейчас она явно не в фаворе у инвесторов. Целевая цена – 31 копейка, что предусматривает 100% апсайд от текущих котировок.
«Ковровский механический завод»	Выпускает газовые центрифуги для обогащения урана. Основной акционер – «Русская газовая центрифуга». Компания торгуется с мультипликатором P/E 10 = 4.2, что крайне дешево.
МРСК Северного Кавказа (вариант веерная покупка МРСК)	С учетом идеи перехода на RAB все МРСК выглядят недооцененными. Самая дешевая среди них – МРСК Северного Кавказа. Остальные торгуются примерно одинаково.

ООО УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ПАРМА-МЕНЕДЖМЕНТ»

КОНТАКТЫ:

Россия, 614990, г. Пермь, ул. Орджоникидзе, 15

тел. (342) 210-30-05, факс (342) 210-59-69

www.p-fondy.ru

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР

тел. (342) 210-59-91, edward@pfc.ru

Матвеев Эдуард Вениаминович

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

Рахимов Денис Владимирович

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Тимофеев Дмитрий Вячеславович

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 российские ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.