



Рынки накануне:

Лидеры изменений на ММВБ



Отечественные акции вчера пережили заметное падение, минус 3.7% по индексу ММВБ. Долларовый РТС упал на 4%, разница из-за курса рубля к доллару (29.8 руб./\$ сейчас, +0.8%). По итогам пятницы, Россия - худший индекс по размеру падения. Нельзя сказать, что продажи были совсем на пустом месте, но первую половину дня Россия падала в одиночку. Вечером ухудшился «мировой фон».

Традиционно российские акции преувеличивают движения мировых рынков. Второй худший рынок пятницы в мире – Финляндия с минус 3%. Европа упала на 1.7% по Euro Stoxx 600, фьючерсы на S&P500 также снижались, и этот индекс закрылся -1.6%.

Индекс ММВБ впервые в 2012 опустился ниже закрытия 2011 года, минус 0.8% YTD. Правда по долларовому индексу РТС сохраняется +8.5% прироста из-за укрепления рубля. При этом особой эскалации финансовой напряженности в Европе не происходит. Котировки CDS на банки снизились в конце мая (см. график ниже), хотя и остаются высокими.

На этой неделе мы писали, что отечественный рынок становится крайне унылым местом. И, похоже, не мы одни так думаем. Вот, что написала компания Атон в конце апреля: «Тезис о несправедливости оценки стоимости российского рынка неверен. С нашей точки зрения, структурные проблемы России ... ставят под сомнение распространенный аргумент о “дешевизне” российских акций. Форвардное соотношение P/E (12M) для российского рынка равно 5,0, а дисконт к MSCI EM составляет 52%, что часто служит аргументом для оптимистов».

Далее они пишут: «Мы не считаем, что понижение оценок стоимости российского рынка и соответствующие низкие мультипликаторы служат основанием, чтобы

рекомендовать

инвестировать

в

российские

акции.

Эти

мультипликаторы

в

значительной

степени

являются

результатом

структурных

и

институциональных

проблем

страны, например,

пробуксовки

реформ,

коррупции,

низкого

уровня

корпоративного

управления,

неблагоприятного

делового

климата

и бюрократизма.

Вдобавок,

экономика

стала

опасно

зависимой

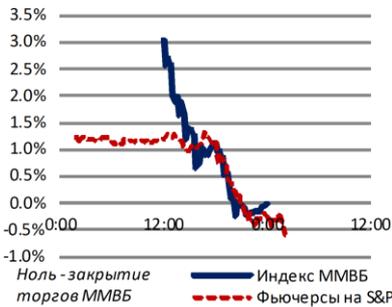
от

цен

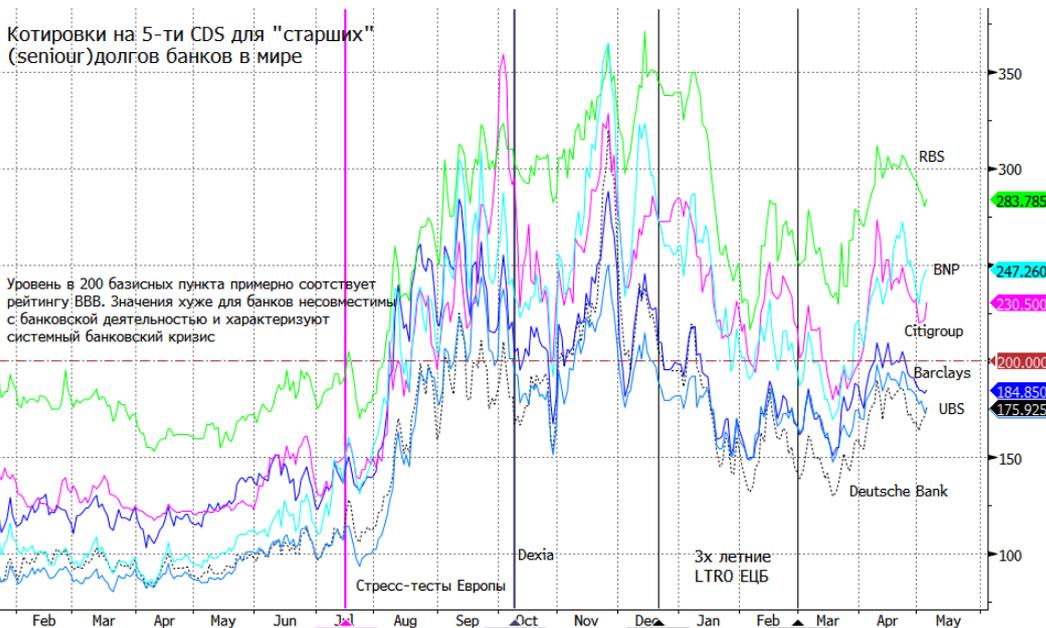
на

нефть».

Рынки после закрытия ММВБ



Котировки на 5-ти CDS для "старших" (senior) долгов банков в мире



Уровень в 200 базисных пункта примерно соответствует рейтингу:BBB. Значения хуже для банков несовместимы с банковской деятельностью и характеризуют системный банковский кризис

Еще несколько цитат: «Российский нефтегазовый сектор: “паршивая овца” на развивающемся пространстве».... «Некоторые рыночные наблюдатели в последнее время выступают в поддержку того мнения, что избранный президент Владимир Путин, в противоположность общему мнению, пойдет на значительные либеральные реформы. Мы не готовы предположить, что В.Путин вернется в президентское кресло с программой решительных реформ, так как они бы ударили по крупному бизнесу и бюрократической элите»

Пару дней назад аналитики «Ренессанс-капитала» по газовой отрасли написали: *«Мы ... отмечаем, что отсутствие слаженной, последовательной и внушающей доверие политики превращает российский нефтегазовый сектор в фундаментально непривлекательную отрасль с точки зрения мировых инвесторов... Подобная ситуация также вызывает вполне обоснованное нежелание самих компаний брать на себя обязательства по реализации капитальных проектов с длительными сроками разработки и еще более длительными сроками эксплуатации»*

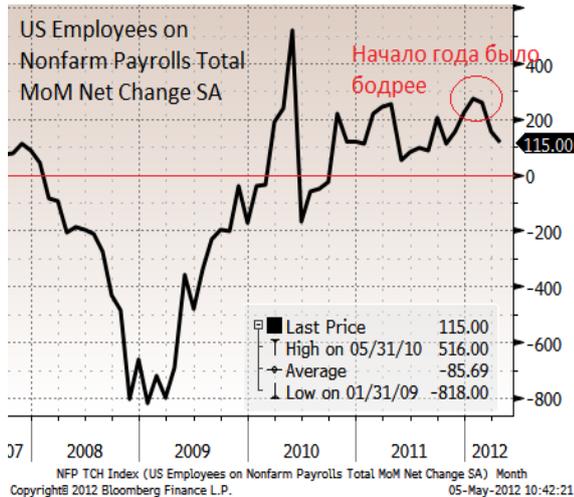
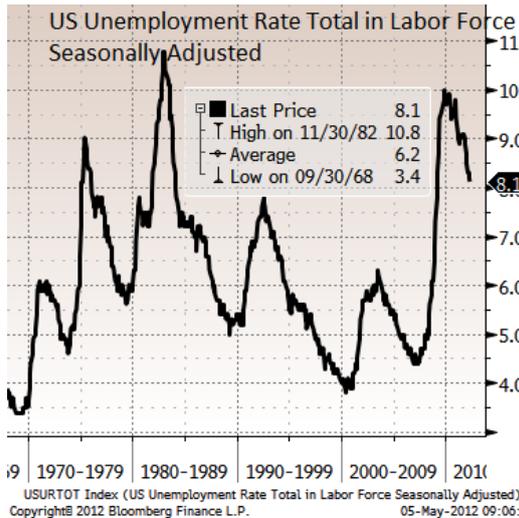
«Ренессанс-капитал» оценивают справедливую цену НОВАТЭКа на 60% выше, а «Газпрома» более, чем в 2 раза (\$13 за акцию), но дают рекомендацию «держаться». В их логике с ростом котировок международные портфельные инвесторы будут избавляться от бумаг, что не позволит им расти. Вчера «Ренессанс» выпустил записку про то, что по отчетности за 1-й квартал «Русгидро» и «ФСК» демонстрируют низкие результаты. «Объяснением этому служит политика В. Путина, направленная на сдерживание роста тарифов энергетических компаний»... «На наш взгляд, новости окажут давление на котировки «ФСК». Мы сохраняем рекомендацию ПРОДАЖА по акциям «РусГидро»» ... «Принимая во внимание ожидания представителей властей относительно того, что рост выручки энергетических компаний будет сопоставим с уровнем инфляции, некачественный контроль над операционными затратами может привести к снижению и без того скромной рентабельности компаний»

Нас крайне беспокоит, что подобное пишут аналитики sell-side, которые традиционно расхваливают акции (в США рекомендация продавать – 5%). Фондовый рынок совсем разлюбил политику Путина, пессимисты не только мы, но и брокеры. Это хорошо видно по среднему мультипликатору р/е России, который является САМЫМ низким в мире. Какое-то время назад мы считали, что эта ситуация временная, что это «рыночная ошибка».

Похоже, мы ошибались, ситуация становится хронической и света в конце этого длинного тоннеля не видно. Мы не драматизируем и не предсказываем большой обвал, видимо, все уже в цене. Но на отечественном рынке ощущается уныние, апатия и скука. Из него уходит жизнь, становится все меньше событий, нет драйва. Конечно, все может поменяться. После послезавтрашней инаугурации В.Путин может повернуть рулем в более либеральную сторону, тогда акции взлетят. Избитая фраза, что темнее всего перед рассветом. Правда, если это не полярная ночь, когда можно не дожидаться до восхода. Путин, напомним, пришел на 6 лет с возможностью пролонгации еще на 6 лет.

Нагоняя тоску мы хотели бы быть правильно понятыми. «Газпром» с р/е=3, другие российские акции – это дешево. Покупая их, нужно быть уверенным, что это временное явление. В последнем мы как раз и не уверены. Российские акции будут приносить какой-то доход. Так дивиденды сейчас составляют неплохие 5%. Но этот доход не будет настолько «шоколадный», как мы ожидали раньше.

Вкратце:



- США вчера опубликовала статистику по рынку труда. Безработица апреля (слева) опустилась до посткризисного рекорда в 8.1%, это трехлетний минимум. Но рынки не были удовлетворены, поскольку кроме цифры безработицы выходят еще целый набор показателей.

Создание новых рабочих мест за апрель (Nonfarm Payrolls) составило 115 тыс. при ожиданиях в 160 тыс. Для того, чтобы безработица уверенно падала в обозримые сроки США необходимо создавать новые рабочие места темпами больше 200 тыс. в месяц, как это было на рубеже 2011 и 2012 года. Снижение темпов в последние месяцы говорит, что большая безработица в США надолго. Цифра создания рабочих мест в 200 тыс. за месяц может быть соотнесена с размером рынка труда. В США сейчас 142 млн. человек заняты, и еще 12.5

млн. человек являются безработными, соответственно $12.5 / (142 + 12.5) = 8.1\%$. Снижение безработицы до «естественного уровня» в 5% требует создания около 5 млн. новых рабочих мест $[(142 + 12.5) * (8.1 - 5\%)]$, это без учета роста населения.

Target and Time Frame:

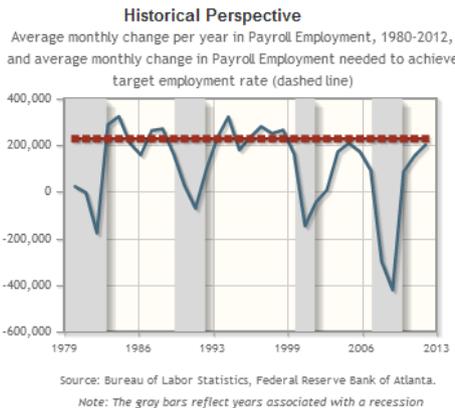
Enter the target unemployment rate (as XX.X%)

Enter how many months until target unemployment rate is achieved?

Results:

Average monthly change in Payroll employment (CES) needed to achieve the target unemployment rate: **227,129**

Show Household Employment Results (CPS)



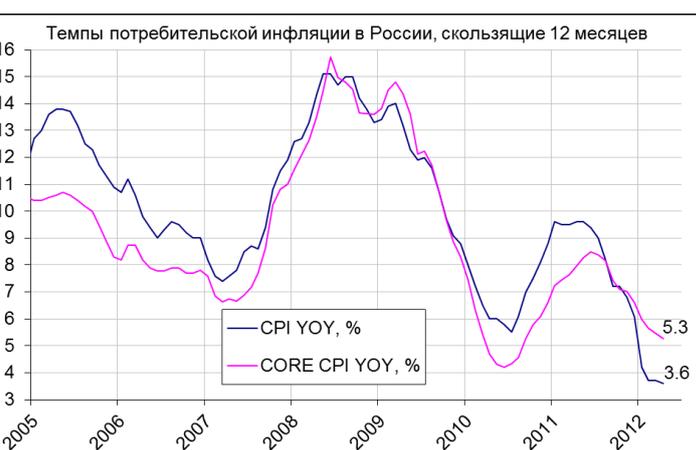
- По ссылке <http://www.frbatlanta.org/chcs/calculator/index.cfm> находится job calculator и слева показан результат расчета. Чтобы достичь «естественной» безработицы в 5% необходимо, чтобы за 36 месяцев (к марту 2015 года) создание рабочих мест составляло 227 тыс. в месяц. Нынешние темпы остаются низкими.

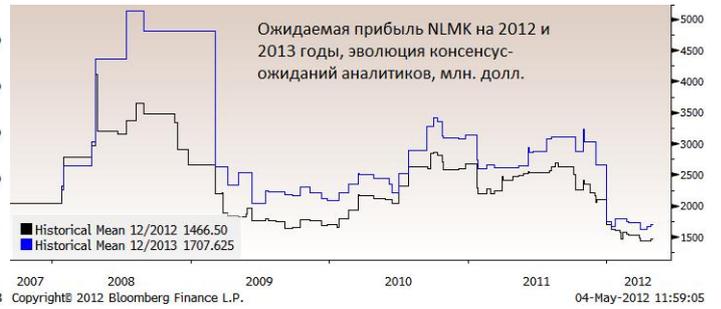
Civilian non-institutional population, 16yr+. (CPS, Household Survey)
 Employment (CPS) 141,865,000
 Employment (CES, Payroll Survey) 132,989,000
 Number of unemployed (CPS) 12,500,000
 Civilian labor force (CPS) 154,365,000
 Unemployment rate (CPS) 8.1%
 Labor force participation rate (CPS) (enter as XX.X%): 63.6%

Changable Assumptions	Current Statistics*
	242,784,000
	141,865,000
	132,989,000
	12,500,000
	154,365,000
	8.1%
	63.6%

Почему нас и рынки должна беспокоить безработица в США? Она определяет ставки ФРС, согласно «правилу Тейлора». Низкая скорость создания рабочих мест пока подтверждает обещания Бернанке держать нулевыми ставки до конца 2014 года. Это же означает, что ставки долларовой LIBOR и всех коротких безрисковых инструментов будут иметь около-нулевые ставки.

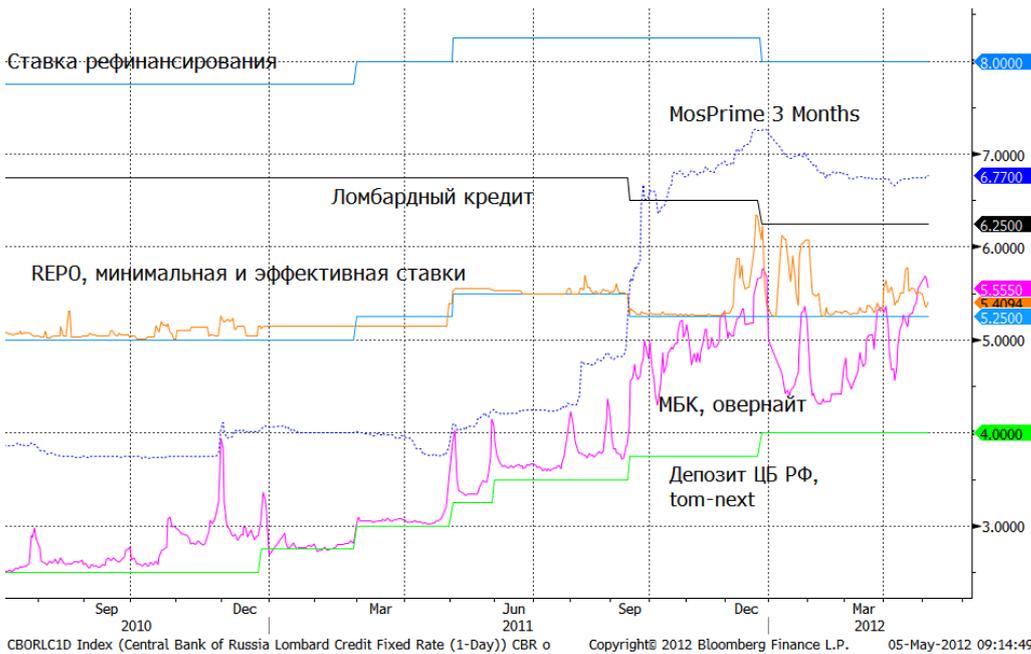
- Вчера была опубликована инфляция в РФ, вновь показавшая рекорд. Снижается также и «базовая инфляция», очищенная от продуктов питания и энергоносителей.





- Серия графиков выше показывает, как рынки разочаровываются в черной металлургии. Ожидаемые прибыли снижаются по мере осознания того, что высокие цены стали в 2008 году были временными, и что мировой рынок к ним не собирается возвращаться. Очень плохо чувствует себя Мечел, обвалившийся с начала 2011 года почти в 3 раза. Причина – большой долг, составляющий сейчас \$9.5 млрд., тогда как капитализация сейчас – \$3.2 млрд. Ожидаемая EBITDA на ближайшие годы - \$2 млрд.+.

Возможное обострение ситуации на финансовых рынках означает опасность банкротства.



- Ставки на МБК в РФ остаются высокими, банки продолжают постоянно занимать в ЦБ под РЕПО и ломбардному кредиту. Это означает, что ситуация с

ликвидностью остается напряженной, предсказывая 1) дальнейшее падение инфляции и 2) Возможность еще некоторого подъема ставок кредитов и депозитов, во всяком случае, сохранения текущего уровня. По некоторым банкам сейчас можно найти ставки выше 12% в рублях.

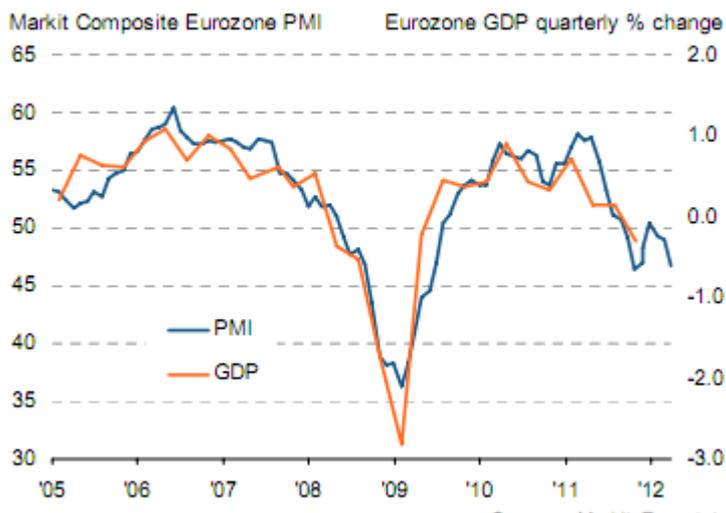
- «Коммерсант» пишет, что «Роснефть» берет норвежскую Statoil в партнеры по разработке арктического шельфа. Взамен «Роснефть» получит долю в норвежских шельфовых проектах. Таким образом, «Роснефть» обрела третьего партнера для разработки шельфа. Ранее подобные соглашения были заключены с Exxon и ENI. Норвежская Statoil имеет большой опыт разработки шельфовых месторождений, поэтому ее опыт пригодится «Роснефти».

- «ВЭБ» и другие пенсионные управляющие не смогут инвестировать средства пенсионных накоплений в золото, так как правительство

выступило против. Как считают в правительстве, золото котируется в долларах США, что вносит еще и валютный риск

- Совет директоров «Э.ОН Россия» (бывшая «ОГК-4») рекомендовал акционерам принять решение о выплате дивидендов в размере 5,8 копейки на акцию, что составляет практически 25% от чистой прибыли или 3,65 млрд. руб. Дивидендная доходность акций может составить порядка 2,3%, что является довольно высоким для отрасли. Такой высокий уровень выплат дивидендов (payout ratio) не характерен для российских энергокомпаний, так как практически всю прибыль энергетики направляют на инвестпрограммы.

Markit Eurozone PMI and GDP



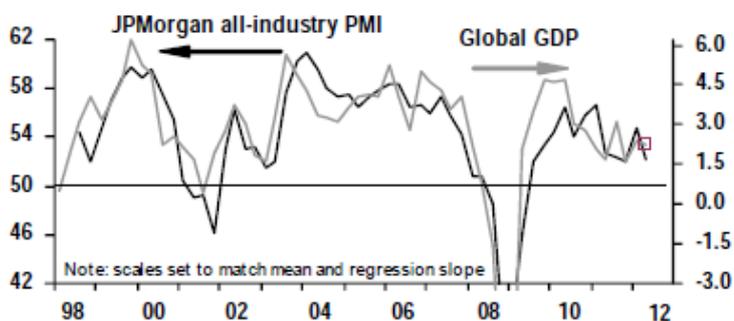
Nations ranked by all-sector output growth (Apr)

Ireland	51.0	3-month low
Germany	50.5	5-month low
France	45.9	6-month low
Italy	42.7	36-month low
Spain	42.0	5-month high low

- Вчера на Markiteconomics.com были опубликованы глобальный и по Еврозоне композитные индексы, включающие в себя промышленность и сектор услуг. Композитный показатель активности бизнеса в Еврозоне скатился до 46,7, что оказалось хуже ожиданий - Flash-индикатора 47,4 и мартовского значения 49,1 пунктов. Данные по индексу породили опасения, что Европа продолжает грязнуть в рецессии. Традиционно, промежуточные и финальные оценки практически совпадают. Поэтому такая разница в апреле между двумя оценками вызывает рассуждения, что экономические условия в Европе стали быстрее ухудшаться к концу месяца. Настораживает также факт, что рост практически прекратился в крупнейшей экономики Еврозоны - Германии, а Франция присоединилась к Италии и Испании, испытывающим серьезные экономические проблемы. Таким образом, тенденция ослабления европейской экономики продолжается, ВВП Еврозоны в апреле упал на 0,5% q/q.

Global activity indicators

DI, sa (quarterly average) %q/q, saar, 2Q12 fct



Global Manufacturing & Services PMI™ Summary

50 = no change on previous month.

	Mar	Apr	+/-	Change Summary
Output	54.4	52.2	-	Expanding, slower rate
New Orders	53.9	51.7	-	Expanding, slower rate
Input Prices	58.2	54.8	-	Rising, slower rate
Employment	52.5	51.9	-	Rising, slower rate

- Данные по глобальному индикатору индекса Global All-Industry Output Index, рассчитанного JP Morgan при поддержке ISM и IFPSM, тоже стали поводом для разочарования инвесторов. Индекс опустился до 51,4 пункта, что стало минимальным значением за последние пять месяцев. Радует то обстоятельство, что индикатор стабильно держится выше 50 пунктов, что указывает на рост экономики. Американская экономика продолжает оставаться «белым пятном» на фоне долговых проблем в Еврозоне и замедления экономики Китая, которые сдерживают рост мировой экономики. В комментариях к исследованию дана оценка состояния глобальной экономики «the world economy is set for a softer growth patch heading into midyear».

Местное:

- Власти Губахинского района намерены акционировать МУП «Горнолыжный центр «Губаха», чтобы выручить средства на его развитие. По некоторым оценкам, чтобы модернизировать комплекс необходимо минимум 200 млн. рублей. Пока никто из пермских инвесторов не заинтересовался этим проектом.
- «Камская долина» начинает строительство второй очереди ЖК «Альпийская горка» (дом «Ландыш»). При этом девелопер изменил формат дома: вместо бизнес-класса будет эконом-плюс. Как поясняет представитель компании, решение о смене формата было принято из-за низкого спроса на жилье бизнес-класса.

Конъюнктура рынков

Индекс РТС



Индекс S&P 500



Индекс Shanghai SE Composite



EUROSTOXX 50



Курс RUB/USD



Курс USD/EUR



Курс JPY/EUR



Курс BRL/USD



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



Серебро, \$/Oz



Никель, \$/тонна



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

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Матвеев Эдуард Вениаминович

Рахимов Денис Владимирович

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