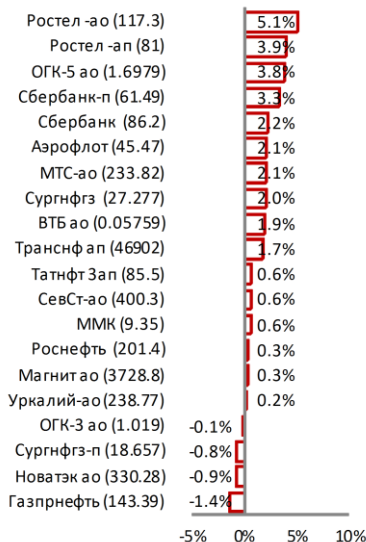


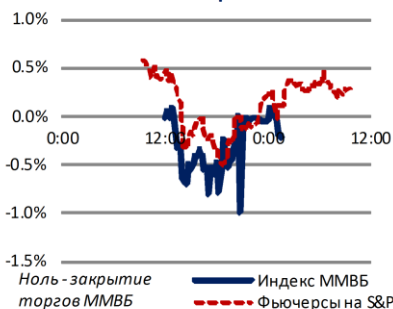


Рынки накануне:

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



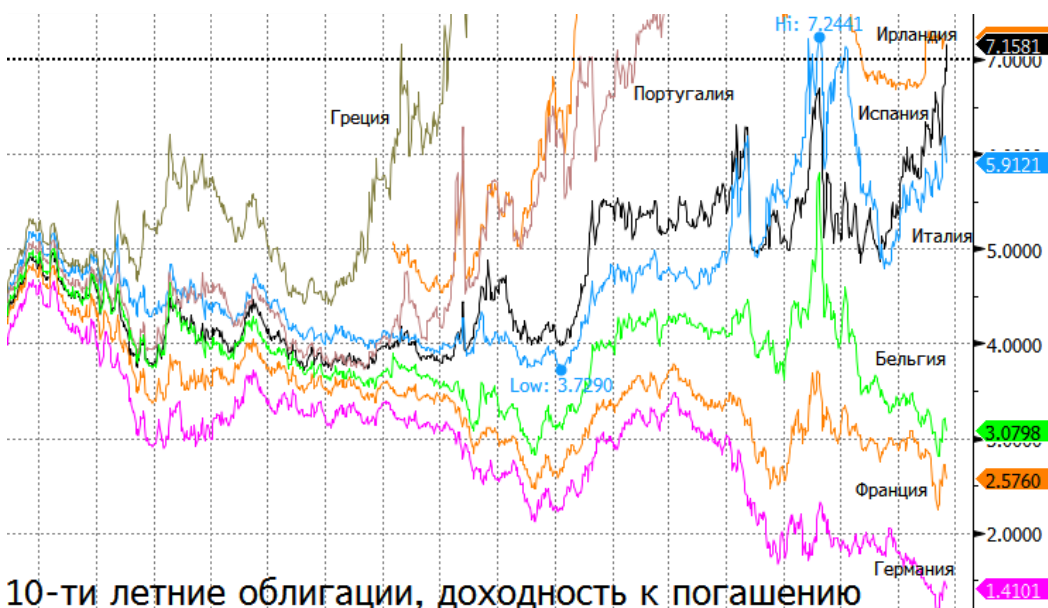
Правительство в Греции вот-вот появится. Лидеры победивших партий собираются просить у ЕС дополнительные пару лет (+€16 млрд. помощи), Меркель требует исполнения обязательств. Особой радости рынков после выборов в Греции не возникло. Индекс РТС вырос на +1%, Euro Stoxx 600 и S&P500 закрылись почти с нулевыми изменениями. Цены на нефть остаются вблизи минимумов, Brent на \$96/баррель, что удерживает рубль на 32.4 за доллар.

Пессимизма добавили торги облигациями Испании, 10-ти летние бумаги вчера превысили уровень в 7%, считавшийся «точной невозврат». Правда, Италии удалось

«вернуться», 10-ки этой страны временно превышали 7% в ноябре 2011 г. и январе 2012 г.. Италия - одна из когорты GIPSI (более благозвучный акроним, чем PIIGS), которая не получает внешнее финансирование. Испания, ожидающая от EFSF/ESM €100 млрд. на рекапитализацию банков, немногим лучше.

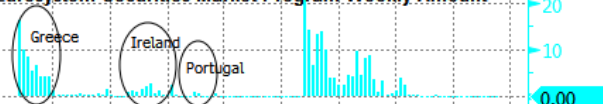
Между тем на идущем саммите G20 лидеры призывают «разорвать порочный круг связи суверенных облигаций и банков».

Ясно, что без нормально работающей банковской системы нормальной экономики не получится. Напротив, даже если удастся поправить ситуацию с банками, экономика не обязательно воспрянет. Кейнсианская доктрина предполагает, что нужно поддерживать агрегатный спрос фискальным стимулом и монетарной мягкостью (рефляцией). Европейцы же собираются экономить, а ЕЦБ фиксирован на таргетировании инфляции. Меркель платить за других не собирается. Так что плохая экономика в ЕС надолго...



Интервенции ЕЦБ на рынке облигаций, объем покупок в неделю

ECB Eurosystem Securities Market Program Weekly Amount



Вкратце:

Год	В пересчете на акцию, копеек			P/ Tangible BV
	Tangible BV	Прибыль	Цена	
19-июн-12 (оц.)	4.4	нз	5.8	1.3
FY2011	4.4	0.85	5.9	1.3
FY2010	5.0	0.56	10.1	2.0
FY2009	4.7	-0.61	6.9	1.5
SPO, сент. 2009, цена 4.82 коп., допэмиссия +55.6% акций				
FY2008	5.6	0.08	3.3	0.6
FY2007	5.8	0.56	12.5	2.2
IPO, май 2007	5.5	N/A	13.6	2.5
FY2006	3.1	0.59		

- Обновление картинки, которую мы публиковали осенью. Это осязаемый балансовый капитал (tangibleBV) банка «ВТБ» в пересчете на акцию. Как обычно TangibleBV – это активы минус обязательства, только активы оценены без пустоты бухгалтерского гудвила (и других неосязаемых активов).

Сперва, небольшое отступление. Некоторые вполне справедливо говорят, что BV банков - это большая ложь. В лучшем случае - большая неточность. Банки имеют большой рычаг, немного неверная оценка активов (справедливая/историческая стоимость, резервы) может значительно изменять

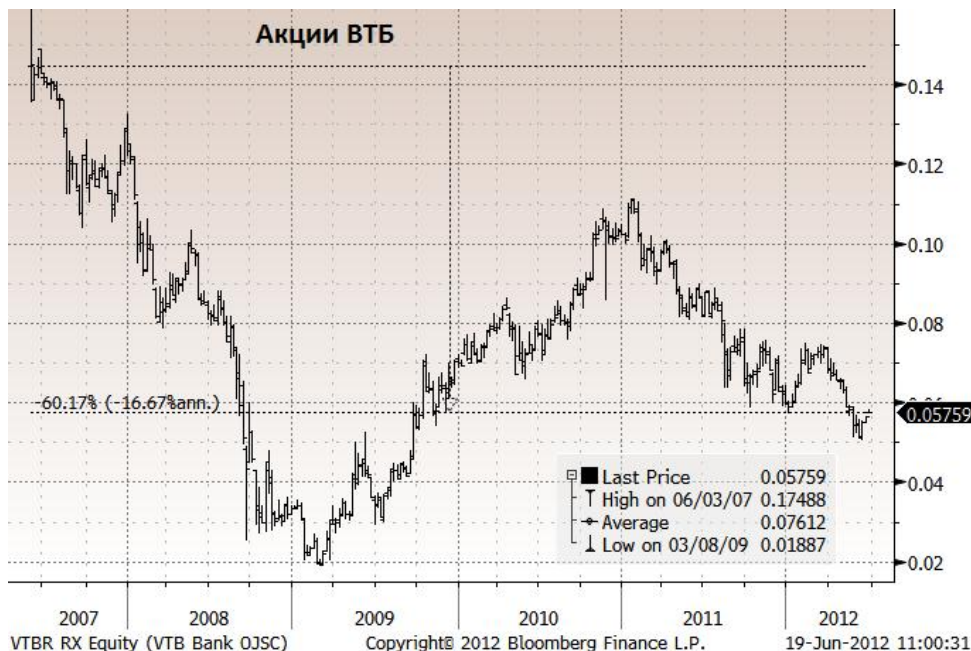
показатели собственного капитала. Так, при текущем типичном соотношении активов к обязательствам 1 к 10, если активы переоценены на 1%, то капитал будет переоценен примерно на 10%.

Сами банки стараются приукрашивать капитал, чтобы удовлетворять требованиям регуляторов и выглядеть пристойнее. Но и регулятор позволяет это делать, особенно в кризисные времена, боясь спровоцировать банковский кризис. Хороший пример – европейские банки, стресс-тесты Европы.

Регулятор предъявляет требования к достаточности по собственным формулам расчета (взвешивание по риску, вычеты из капитала). Тогда как нам, внешним аналитикам, приходится работать с публичной отчетностью, имеющей какое-то отношение к регуляторным требованиям, но не слишком прямое. TangibleBV лучше соответствует регуляторному измерению капитала, чем просто бухгалтерское BV, поскольку регулятор

вычитает «дырки от бублика», вроде гудвила.

Итак, капитал на акцию – лучшее измерение показателей работы банка, включающие размывающее действие допэмиссий. И у «ВТБ» здесь все выглядит не лучшим образом, хроническое ухудшение балансового капитала в пересчете на акцию. «ВТБ» только один раз увеличил TangibleBV на акцию за счет того что дорого продал акции на «народном IPO» (с 3.1 до 5.5 коп.), но после этого показатель неуклонно снижается. При этом «ВТБ»



почти не платит дивиденды (они тоже могут уменьшать капитал). Ухудшение показателя капитала происходит за счет 1) убытков, 2) неоправданных покупок («Банк Москвы», «ТКБ»), нечто вроде «инвестирования в гудвил».

Итак, мы не любим бизнес «ВТБ» и не любим его акции. Но если котировка упадет, скажем, на 3 копейки, мы, возможно, задумаемся об их покупке. Даже у плохого бизнеса есть своя цена.

- «Коммерсант» сегодня публикует схему, по которой «Роснефтегаз» получит блок-пакет в «Русгидро». Для этого «Роснефтегаз» внесет в уставный капитал «Русгидро» 85 млрд. рублей (средства пойдут на инвестпрограмму) и 40% акций «Иркутскэнерго», которые будут отчуждены у «Интер РАО». В результате этих сделок «Роснефтегаз» получит до 20% акций «Русгидро», выкупив допэмиссию, скорее всего, бумаги будут размещаться по цене 1 рубль, что соответствует номиналу. Как пишет издание, цепочка сделок может быть запущена уже в ближайшие недели.
- Китай готов внести «Газпрому» аванс за будущие поставки российского газа. Как поясняет представитель «Газпрома», китайская сторона рассматривает предоплату как форму корректировки согласованной цены газа в сторону снижения, да и авансирование поставок газа для Китая более надежный инструмент размещения средств на фоне европейских долговых проблем. Также «Газпрому» предлагается заняться прямой продажей газа на китайском рынке, но для концерна коммерческого смысла нет из-за низких цен газа в Китае. От аванса «Газпром» также отказывается, как пишет «Коммерсант» со ссылкой на «Газпром экспорт», он выгоден в первую очередь китайской стороне.
- ExxonMobil отказалась от планов добычи сланцевого газа в Польше. Пробурив две разведочные скважины, американская компания не обнаружила коммерческих запасов газа и закрыла проект, признав его нерентабельным. По оценкам East European Gas Analysis, перспективы добычи сланцевого газа в Польше можно будет понять, пробуравив более сотни скважин, на что потребуется более \$2 млрд. инвестиций. Пока же пробурено около 20 скважин. Видимо, цена газа в Европе на уровне \$10 за MMBTU (а это в три раза выше, чем в США) недостаточный стимул для продолжения работ по добыче сланцевого газа. Да и сама технология добычи такого газа требует постоянного бурения с использованием гидроразрывов пласта, что в условиях густонаселенной Европы трудно реализовать. Из-за этого Франция и Болгария уже отказались от добычи сланцевого газа.
- В рамках реорганизации «Башнефти» акционеры, не согласные с переходом на единую акцию, предъявили к выкупу бумаг на 50 млрд. руб. Однако компания удовлетворит чуть более трети заявок, сославшись на норму закона об АО, согласно которой на выкуп можно потратить не более 10% стоимости чистых активов или 19 млрд. руб. Из этой суммы 11 млрд. руб. придется на бумаги самой «Башнефти», остальные 8 млрд. руб. будут направлены на выкуп акций «дочек» «Башнефти». Повышенный спрос на бумаги дочерних структур компании объясняется делистингом бумаг с бирж.



- Вчера Росстат опубликовал данные по промышленному производству в России. Рост промпроизводства в мае составил 3,7% годовых по сравнению с аналогичным периодом в 2011 году. За первые пять месяцев выпуск вырос на 3,4% к показателю январь-май прошлого года. Драйвером роста стали обрабатывающие отрасли, нарастившие выпуск на 7% УоУ. Промпроизводство, сглаженное на сезонность, в мае выросло на 1% по сравнению с апрелем. По данным Markiteconomics совместно с HSBC индекс PMI по России в мае показал максимум за

год и вырос на 0,6% по сравнению с апрелем. Так, скачок в мае обусловлен сезонным фактором, в целом российская промышленность продолжает медленно и устойчиво расти.

- ФАС одобрила сделку по объединению «Мегафона» со «Скартелом» с целью создания единого телекоммуникационного холдинга. Но при этом ФАС выставила ряд требований, в частности, одним из условий является требование об обеспечении доступа виртуальным операторам к инфраструктуре «Скартела». Объединение «Мегафона» и «Скартела» может состояться уже в течение ближайших двух недель.

Местное:

- «Коммерсант» пишет, что «Новатэк» интересуется покупкой ООО «Газпром межрегионгаз Пермь». Акционерами последней компании являются «Газпром межрегионгаз» (дочерняя структура «Газпрома», им принадлежит 74,9%) и правительство Пермского края, которое владеет 25,1% сбытовой компании. Как пишет «Коммерсант», в прошлом году обсуждалась продажа доли правительства в сбытовой компании за 300 млн. рублей, но «Газпром межрегионгаз» выступил против и сделка не состоялась. Ранее «Газпром межрегионгаз» продал «Новатэку» свою «дочку» в Челябинске: доля прямых поставок «Новатэка» достигла 50%, а социальная нагрузка осталась у «Газпрома». Чтобы снять эту нагрузку, «Газпром межрегионгаз» продал свою сбытовую «дочку». В Пермском крае «Новатэк» занимает 40% рынка и пока «Газпром межрегионгаз Пермь» справляется с социальной нагрузкой.
- «Уралкалий» с 11 по 15 июня выкупил с рынка акций на \$157 млн. Всего с момента начала действия программы buy-back выкуплено бумаг на \$854 млн.

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.