



Коротко:

- Еврозона опровергает высказывания главы Еврогруппы, уронившие рынок в понедельник, что Кипр стал «моделью» и «образцом» реструктуризации банков.
- На этом S&P500 закрылся в районе новых максимумов после кризиса, на считанные пункты ниже исторического пика. Европа почти в нуле.
- Российский фондовый рынок продолжает мрачно «андеперформить» - минимальное закрытие с начала декабря по индексу ММВБ. С максимума января индекс упал на 9%, и показал минус 0.8% вчера.
Миноритарии «ТНК-ВР» решили, что И.Сечин оставит их ни с чем. Акции компании вчера обвалились на ~25%, и в ~2 раза с момента поглощения «Роснефтью»
- Акции ФСК вышли на минимумы с марта 2009 года (!), скоро они сольются с МРСК в «Российские сети». Сетевые компании инвестируют и имеют огромный отрицательный поток, набирают долги при низкоприбыльных тарифах. Светят перспективы размывающей допэмиссии.

Второй по важности сектор рынка РФ – черная металлургия – также обновляет минимумы. Акции НЛМК вчера показали минимум с апреля 2011, обвалившись в 3 раза с уровней начала 2011. Это общемировая проблема сектора. К примеру, корейская Posco также на минимумах с 2009, а ArcelorMittal - на минимумах с 2006. Как-то держатся нефтяные акции, видимо, из-за своей экстремальной дешевизны.

Развернуто:

У нас очень неоднозначное (возможно, внутренне противоречивое) отношение к решению Евросоюза «подстричь» вклады на Кипре. Оно и правильное и неправильное одновременно. Заранее приносим извинения за диалектику ниже.

Мы считаем банковскую модель финансового рынка неудачной, первопричиной больших кризисов. Банки – это управляющие активами, которые совершают рискованные инвестиции, но гарантируют возврат денег без потерь. Когда банки начинают подозревать в «плохих долгах», случается бегство вкладчиков, что обрушивает банки целиком.

Ликвидные акции на ММВБ

ГМКНорник (5125)	-1.4%
Уркалий-ао (229.3)	-1.0%
ЛУКОЙЛ (1938)	-0.8%
Татнефть Зап (106)	-0.7%
Сургутнефтегаз (26.904)	-0.4%
Сургутнефтегаз-п (21.009)	-0.3%
Ростел -ао (120.99)	0.0%
Татнефть Зао (196.8)	-0.2%
Новатэк ао (308.44)	-0.3%
Транснефть ао (65900)	-0.7%
МТС-ао (273.99)	-1.0%
Система ао (25.813)	-1.1%
Ростел -ап (89.33)	-1.4%
Магнит ао (5644.2)	-1.4%
ГАЗПРОМ ао (136.58)	-1.5%
Сбербанк-п (72.2)	-1.5%
Роснефть (237.76)	-1.6%
Сбербанк (97.11)	-1.6%
Аэрофлот (50.01)	-2.2%
Газпромнефть (131.7)	-2.2%
ВТБ ао (0.049)	-2.6%
ПолюсЗолот (1034.9)	-4.1%
ФСК ЕЭС ао (0.1492)	-4.4%
ММК (8.2)	-4.4%
РусГидро (0.5839)	-4.9%
СевСт-ао (281.1)	-5.3%
ОГК-5 ао (1.43)	-5.9%

-1.0% -5% 0% 5%

Кривая индекса ММВБ вчера



Проблема в том, что банки создают иллюзию надежности, а когда она проходит, случается разочарование и системный кризис. При этом банки нужны для нормальной работы экономики. Это «превращение сбережений в инвестиции» и просто, расчеты. Так что развал банковской системы обходится дорого обществу и миру в целом.

Альтернативой банковской системе являются взаимные фонды или другие варианты финансовой системы, где не было бы гарантии возврата. Где прибыли и убытки от кредитной деятельности напрямую отражались бы на счетах за минусом комиссии управляющего. В таком случае исчезает стимул бегства вкладчиков. Такой мир, может быть, когда-то появится в будущем. США с их развитым фондовым рынком приближаются к этой модели. Но пока мы живем с банками.

Вместо того чтобы создать принципиально новую финансовую систему, можно попытаться исправить существующую - банковскую. После уроков Великой Депрессии США поняли, что «ликвидационизм» (пусть умрут неэффективные!) слишком дорого обходится. Была введена система страхования вкладов, чтобы исключить возможность бегства вкладчиков, по крайней мере, мелких. Крупные, считается, должны были сами мониторить риски банков, которым доверяют деньги. Поскольку у банков периодически случались потери, правительство брало на себя обязанность их рекапитализации. В центре такой модели было страхование вкладов, чтобы снять риски бегства вкладчиков. А это стало стандартом для всех других стран.

Так мы дожили до европейского финансового кризиса, где оказалось, что некоторые страны просто не могут найти деньги на покрытие потерь банков, обеспечить сохранность депозитов и рекапитализацию. Это Ирландия, Исландия, да, и вся «периферия». На невозможность занимать из-за большого госдолга или слишком большой банковской системы наслوились проблемы единой валюты - отсутствие возможности эмитировать деньги.

«Банковский союз» позволил бы смягчить проблемы банков Еврозоны – невозможность национальной эмиссии и больших долгов. Но его внедрение требует политической воли, активного желания политиков при непотворении электората. «Банковский союз» стал бы еще одним шагом на пути исправления существующей системы.

Решив «побрить» кипрских вкладчиков Еврозона нарушила существующие принципы банковского регулирования, отвергнув идею страхования вкладов. Еврозона двинулась в сторону гипотетической системы, где потери банков отражались бы на счетах вкладчиков.

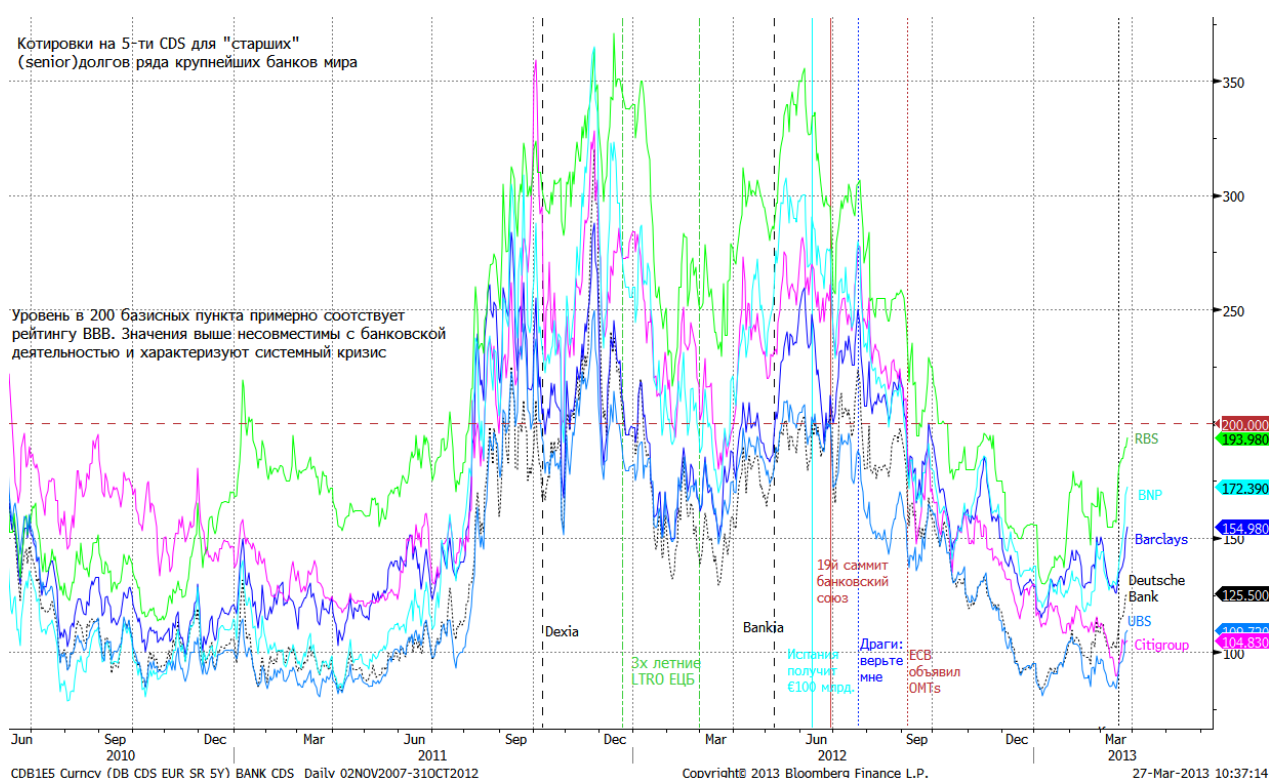
Получается, Еврозона задумала сломать существующую банковскую систему, при этом вряд ли способна создать новый вариант финансового рынка (основанный на взаимных фондах). Это потребует длительных институциональных изменений.

Поэтому «подстрижка» - крайне неудачная идея. Делать такие резкие телодвижения в кризис опасно и неправильно.

Примерно так выглядели наши мысли на вчерашнее утро, после провала рынков в понедельник на словах главы Еврогруппы, что кипрская «подстрижка» станет «моделью».

Реакция рынков на этот обвал нам понятна. Ниже представлен график CDS на долги крупнейших банков мира. «Подстрижка» - это дефолт, вызывающий срабатывание контрактов CDS. Так что наблюдаемые спрэды отражают подразумеваемую рынком вероятность банкротства банков и «подстрижки» одновременно.

Рост спрэдов отмечается не только по европейским банкам, но и по всем другим. Угроза «подстрижки» способна запустить новую волну бегства вкладов из отдельных банков или банковских систем отдельных стран, спровоцировав новый глобальный кризис.



Однако вчера Еврозона активно начала отрицать высказывание главы Еврогруппы Йеруна Дейсселблума, что Кипр стал «образцом» (template). Пресс-секретарь Дейсселблума также стал отрицать слова своего патрона, уверяя, что его не так поняли. На этом мировые рынки успокоились, США вчера смогли обновить посткризисный максимум.

Но вот с российским фондовым рынком случился крах, а в отдельных акциях и секторах продолжается катастрофа. И.Сечин давно славится «дружелюбием» к фондовому рынку и миноритарным акционерам, тем не менее, вчерашние новости о займах структур ТНК-ВР Роснефти обвалили котировки новой дочки госкомпании примерно на четверть. Падает черная металлургия, но это мировой феномен, связанный с затовариванием и слабым спросом из Китая.

Электроэнергетика – еще одна точка расстройства инвесторов. Если до кризиса шли реформы по-Чубайсу, обещали создать систему справедливых тарифов сетям, свободный рынок генерации, то сейчас происходит возврат к временам РАО ЕЭС – низкие тарифы, кросс-субсидирование. На это накладываются периодические скандалы со злоупотреблением менеджеров в этих структурах.

Хороший пример – ФСК. И мы предлагаем взглянуть на скриншот с финансами компании. Тарифы установлены так, что компания получает сотни миллионов долларов чистой прибыли, до миллиарда. С учетом амортизации генерируется операционный денежный поток в размере чуть больше \$2 млрд.

Компания активно инвестирует в строительство сетей, примерно по \$4-5 млрд. ежегодно, что создает отрицательный денежный поток в размере \$2-\$3 млрд. ежегодно. Этот минус финансируется за счет долга. Если после кризиса компания вышла с чистым «кэшем» в \$2.7 млрд., то сейчас у нее накоплен долг в \$5 млрд.

<HELP> for explanation.

Click numbers for transparency

FEES RX Equity		96) Settings		97) Actions		98) Output		99) Feedback		Financial Analysis	
Federal Grid Co Unified Energy System J		Acct. Std. II		Consol. C		Periodicity Annuals		Currency USD			
1) Key Stats		2) I/S		3) B/S		4) C/F		5) Ratios		6) Segments	
7) Addl		8) ESG		9) Custom							
10) Highlights		11) Summary		12) Enterprise Value		13) Multiples		14) Benchmark		15) Per Share	
16) Stock Value											
In Millions		FY 2013 Est		FY 2012 Est		Current/LTM		FY 2011		FY 2010	
12 Months Ending		2013-12-31		2012-12-31		2012-06-30		2011-12-31		2010-12-31	
Market Cap											
- Cash & Equivalents											
+ Preferred & Other											
+ Total Debt											
Enterprise Value											
Revenue		5,200.81		4,656.80		4,459.70		4,758.64		3,733.56	
Growth %, YoY		11.68		-2.14		3.11		23.15		29.40	
Gross Profit		2,049.12		1,695.07		n/a		n/a		n/a	
Margin %		39.40		36.40		n/a		n/a		n/a	
EBITDA		3,059.47		2,663.54		2,403.85		2,750.29		2,009.43	
Margin %		58.83		57.20		53.90		57.80		53.82	
Net Income Before XO		977.43		846.83		295.88		1,670.23		605.61	
Margin %		18.79		18.18		6.63		35.10		16.22	
Adjusted EPS		0.00		0.00		0.00		0.00		0.00	
Growth %, YoY		0.00		-2.25		-28.29		30.43		n/a	
Cash from Operations		2,495.97		2,495.97		2,399.47		2,433.38		2,095.05	
Capital Expenditures		-4,381.47		-5,410.38		-4,727.37		-5,232.56		-4,643.11	
Free Cash Flow		-1,885.50		-2,914.41		-2,321.82		-2,799.18		-2,548.06	

Такая модель не может продолжаться вечно – долг в какой-то момент станет неподъемным. Потом логично ожидать, что ФСК придет к правительству, заявит, что долга много, а тарифы низкие. Правительство проведет допэмиссию, чтобы закрыть дыру и поправить баланс, а это размоет миноритарных акционеров. И даже если верить в то, что когда-то Россия станет либеральной страной и ФСК получит тарифы по принципам RAB, миноритарный инвестор в акции ФСК этого может не дожидаться.

Мы забыли упомянуть, что ФСК сейчас сливается с МРСК, что является еще одним источником проблем, о которых можно не говорить. Несправедливые коэффициенты и прочее...

Российский фондовый рынок становится настолько плохим местом для инвестиций, что нам, порой, делается дурно. Мы долгое время были оптимистами, и продолжаем ждать, что когда-то в России все будет хорошо. Но жизнь проходит, а перспективы призрачные.

В настоящее время мы любим рублевую фиксированную доходность и зарубежные фондовые рынки. Российский фондовый рынок можно закрывать.

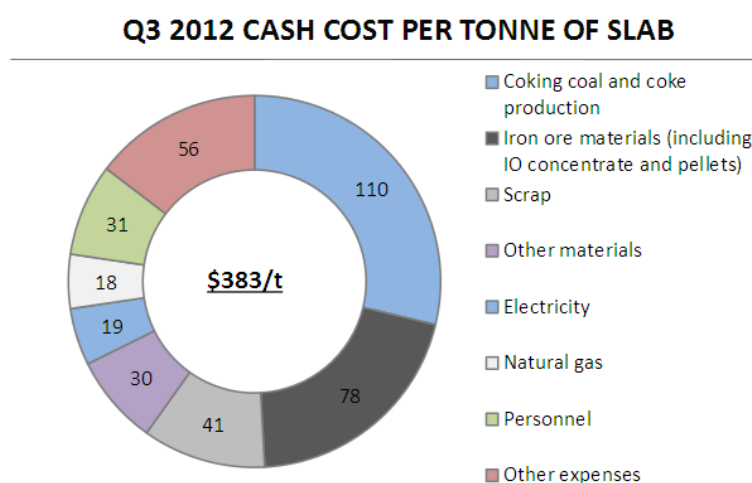
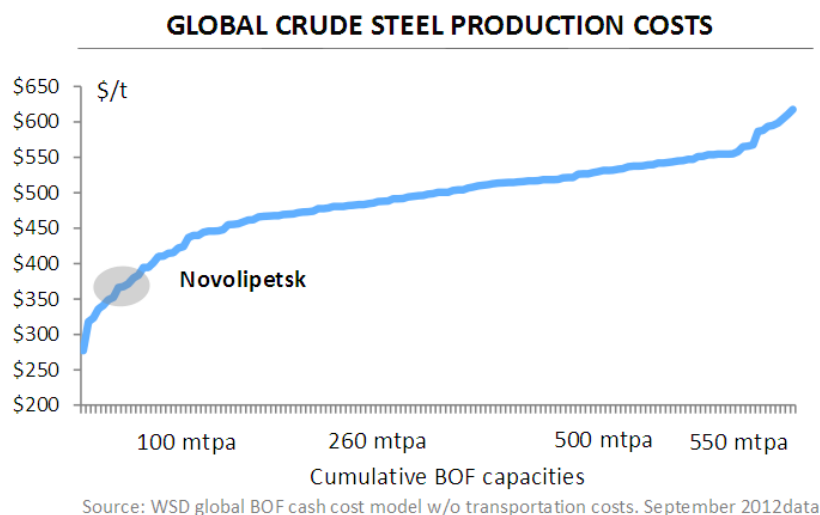
Разное:

- **«ТНК-ВР» переживает тяжелые времена после завершения сделки с «Роснефтью».** С момента объявления о сделке 21 марта до вчерашнего закрытия торгов акции «ТНК-ВР» рухнули почти на 40%. Формально вчерашнее падение объясняют новостью о привлечении кредита «Роснефтью» у структур ТНК-ВР на сумму почти \$10 млрд. Итак, отказ выкупа акций у несогласных со сделкой миноритариев и отсутствие дивидендов (автоматически вытекает из займа «Роснефти»), все это стало причиной такого пике. Очевидно, что обе новости не стали сюрпризом для инвесторов, глава «Роснефти» И.Сечин еще в том году предупреждал, что «это все наши деньги», но все-таки надеялись на меньшую степень оппортунизма со стороны государства.

По существу, ничего страшного не произошло. Из расчетов, что «Роснефть» занимает у «ТНК-ВР холдинга» 38 млрд. руб., и общая сумма сделки с учетом процентов составляет 49,4 млрд. руб., то эффективная ставка займа близка к 6% годовых. Кредитный рейтинг «ТНК-ВР холдинга» на уровне Baa2 (Moody's) соответствует текущим 8-8,5% на рынке корпоративных облигаций. Ранее акции «ТНК-ВР» ценились как высокодивидендные бумаги. Теперь «Роснефть» будет управлять свободным потоком денежных средств компании, и миноритариям вряд ли стоит рассчитывать на дивиденды в будущем. Для «Роснефти» привлечение займов в рамках управления средствами дочерних обществ (cash-pulling) это стандартная практика. Восстановление акций «ТНК-ВР» займет продолжительное время, и навряд ли они вернутся на прежние уровни.

Отечественный фондовый рынок добавил в свою копилку еще один пример, подтверждающий наличие высоких политических рисков и сложившихся “extractive” (извлекающих) политических институтов, когда правящая элитарная группа лиц максимально эксплуатирует принадлежащую ей власть. Примеров проявлений такой политики немало – банкротство «Юкоса», принудительная продажа «ВСМПО-Ависма» и объединенного «Уралкалия» с «Сильвинитом», реформа Чубайса и др. Это объясняет высокий дисконт российских компаний по отношению к их аналогам на развитых рынках.

- НЛМК отчиталась о **финансовых результатах за 2012 г.** Чистая прибыль компании снизилась более чем в 2 раза, до \$610 млн. На фоне этого дивиденды также планируется снизить до \$150-200 млн. (согласно дивидендной политике компания направляет на эту цель не менее 20% чистой прибыли, но до 2017 г. обещала платить по 30%). Доходность при этом составит не очень значительные 1,3-1,8%. Выручка за год выросла на 3,6% до \$12,2 млрд., а продажи стали на 18%, до 15,2 млн. т. Маржа по EBITDA снизилась на 3,6 п.п. Причин ухудшения финансовых показателей несколько. Во-первых, за год значительно снизились цены на сталь, во-вторых, повлияли проблемы европейских предприятий холдинга – загрузка этих предприятий в первом полугодии была 77%, во втором лишь около 50%. Сейчас датский и бельгийский заводы проходят реструктуризацию, однако оптимистичный сценарий предполагает, что последний (NLMK La Louviere) сможет выйти на уровень безубыточности лишь к 2015-16 гг. Также значительный риск для рентабельности компании представляет отсутствие собственных угледобывающих активов. Сейчас это позволяет опережать конкурентов в силу низких цен на кокс, однако рынок угля постепенно восстанавливается – цены растут с IV квартала 2012 г. Тем не менее, мы в целом спокойны за судьбу НЛМК, ведь себестоимость производства стали у компании одна из наиболее низких в мире (см. графики), поэтому на фоне сокращения производства иностранных конкурентов компания до сих пор остаётся достаточно прибыльной.



Местное:

- Роснедра продлили лицензии «Уралкалию»** на разрабатываемые участки. Два - Усть-Яйвинский и Половодовский могут разрабатываться до 2024 и 2028 гг. соответственно. На оставшиеся 5 лицензии были продлены до 2018-2021 гг. При нынешних темпах добычи запасы могут разрабатываться значительно дольше, так что продление предстоит пройти ещё не раз.

Напоследок:

Упадок и уныние на российском фондовом рынке. Клиентов становится меньше, котировки – ниже. Аналитиков сокращают. Даем статью (извините, без перевода).

Russia's Aton Capital Halts Its Daily Research Note to Clients

By Jason Corcoran

March 26 (Bloomberg) -- Aton Capital, the Moscow-based brokerage founded by former Kremlin adviser Yevgeny Yuryev, **has stopped sending clients its daily research note.**

The company will focus on industry analysis and coming up with “trading ideas” and the main news, Peter Westin, Aton’s chief strategist, said by phone. “There is so much research out there, and we are going to be more focused,” he said.

Brokerages in Russia, including Renaissance Capital and IFC Metropol, have been cutting staff, citing shrinking margins. ING, the biggest Dutch bank, said in October that it will close its Russian equities unit, while Milan-based UniCredit SpA said in June that it would shutter its securities operation there.

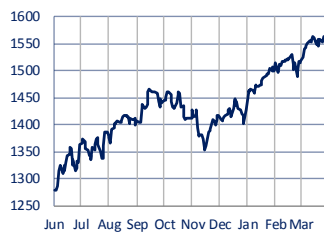
BNP Paribas SA, France’s largest bank, had been in talks with Aton to take a stake late last year, according to two people with knowledge of the matter.

Конъюнктура:

Индекс РТС



S&P 500



Shanghai SE Composite



EURO STOXX 600



Курс USDRUB



Курс EURUSD



Курс USDJPY



JPM Global Composite PMI SA



Нефть Brent, \$/барр.



Золото, \$/Oz



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



Никель, \$/тонна



ММВБ, корп. облигации, ср.взв.цена



Moody's Bond Indices Corporate BAA



Ставки денежного рынка в РФ



Кривая доходности в США



ООО Управляющая компания «Парма-Менеджмент»

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

КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА

Чечулин Михаил Павлович
Генеральный директор
тел. (342) 210-59-91, cmp@pfc.ru

Тимофеев Дмитрий Вячеславович
Начальник аналитического отдела
тел. (342) 210-59-98, tidivi@pfc.ru

Рахимов Денис Владимирович
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 257-11-02, rd@pfc.ru

Вельяминова Катерина Сергеевна
Главный специалист по работе с VIP-клиентами
тел. (342) 210-30-01, 293-36-31, velyaminova@pfc.ru

Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.