

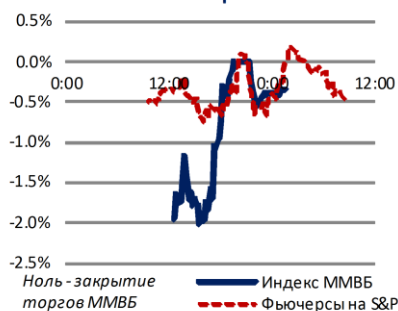


Рынки накануне:

Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ

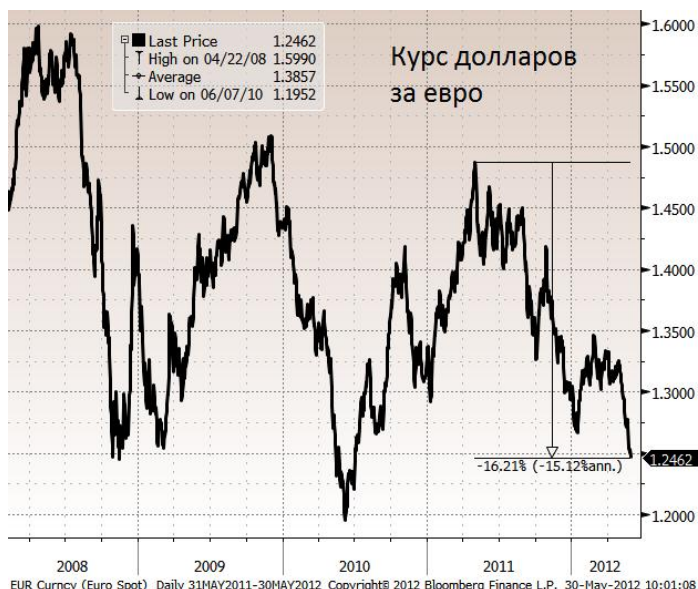
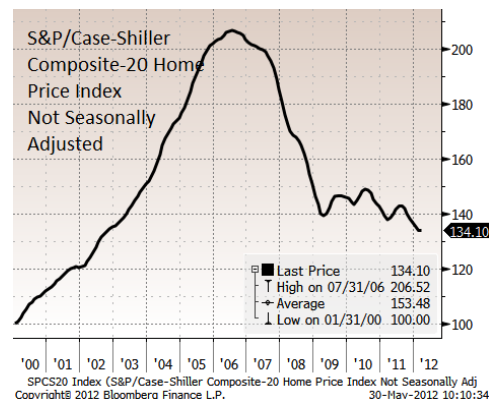


Вчера был день улучшения настроений, S&P500 +1.1%, тогда как STOXX Europe 600 +0.75%. Индекс ММВБ, в свойственной ему манере, показал более значительный подъем +2.8%. Как обычно, отечественные спекулянты пытаются бежать быстрее паровоза.

Некоторое влияние могли оказать котировки рубля, составляющие сейчас 32.3 руб./\$, это дало примерно 0.7% плюса по сравнению с долларовыми котировками акций. Российский рубль похож на ядерный реактор – он быстро не остывает, «тормозит» в движениях по сравнению с другими финансовыми рынками. Мы думаем, что сказывается исторический опыт, девальвация была часто игрой в одни ворота. Во времена потрясений многие непрофессиональные спекулянты начинают двигаться от рубля – бегут в обменники, экспортеры придерживают репатриацию валютной выручки. Покупки этих непрофессиональных спекулянтов, которые реагируют на позавчерашние новости, видимо, будут сказываться еще некоторое время.

Курс доллара к рублю зависит от «бегства за качеством». Эскалация Европейского кризиса будет означать рост доллара ко многим активам, включая рубль. В зависимости от «тяжести», это движение может превысить номинальный пик 2009 года (36.5 руб./\$). Причина в том, что сейчас Центробанк не готов стоять насмерть как в 2008/2009, и (как нам кажется) не станет гробить экономику высокими ставками ради курса. После обвала последует медленный рост рубля, как это было в 2000-2008 гг. или в 2009-2011 гг. История говорит о том, что обвалы проходят быстро, а обратное укрепление

– медленно. Однако пока наш базовый сценарий, что Европа еще долго будет «мучиться», без экстремальных разрушений финансовых рынков, поэтому наш базовый сценарий, что курс не превысит 33 руб./\$



Отражая описанную тенденцию, вчера курс евро к доллару достиг нового минимума с 2010 года (график слева). Это может означать бегство какого-то капитала из «эпицентра» возможного мирового кризиса в пользу «актива высшего качества». Этому способствует поведение американской экономики, остающейся «светлым пятном» глобальной экономике. Вчерашнее улучшение настроений связывают с публикацией данных по рынку недвижимости в США. Данные индекса S&P/Case-Shiller, отражающие среднюю стоимость недвижимости по 20 крупным территориям показывают

стабилизацию (+0.09% MoM SA за март), ранее казалось, что недвижимость США может продолжить падать.

Июнь, 03 Последние опросы греков перед выборами
Июнь, 06 Решение ЕЦБ по ставкам, выпуск экономистами этого органа прогноза
Июнь, 14 Встреча министров финансов Евросоюза (Еврогруппа)
Июнь, 15 Саммит министров финансов G-20
Июнь, 15 Погашение коротких греческих облигаций на €2 млрд.
Июнь, 17 Выборы в Греции
Июнь, 18-10 Самиит глав G20 в Лос Кабос, Мексика
Июнь, 20-21 Новая встреча министров финансов Еврогруппы в Люксембурге
Июнь, 22 Гашение греками коротких облигаций на €1.3 млрд.
Июнь, 28-29 Самиит Евросоюза в Брюсселе, 19-й по счету за время долгового кризиса
В июне Греция должна была показать как она поводит сокращения в размере 5.5% от ВВП.

Европейский долговой кризис продолжает доминировать. Слева приведена повестка, будут проходить очередные совещания, и к саммиту Евросоюза в конце июня будет уже окончательно ясно, вылетает ли Греция из Еврозоны или нет.

Другая важная составляющая кризиса сейчас это испанские банки. Волнения мая начались преимущественно на новостях о спасении банка Bankia (потребовавшего сейчас около €19 млрд.). Это ставит вопрос о возможных дырах в балансах других банков, какое-то ощущение цифр может дать таблица (позаимствованная из блога FT Alphaville). Объем кредитов в Испании составляет €1.85 трлн., их них плохими является €272.3 млрд., из них €188 связаны с недвижимостью. Если Bankia потребовалось €19 млрд. при объемах кредита в €200 млрд., то «на коленке» можно

оценить размеры необходимой рекапитализации банковской системы страны в цифру порядка €100 - 200 млрд. (примерно 1/20 - 1/10 всего кредита в стране).

Fig. 3: Exposure to real estate and non-real estate

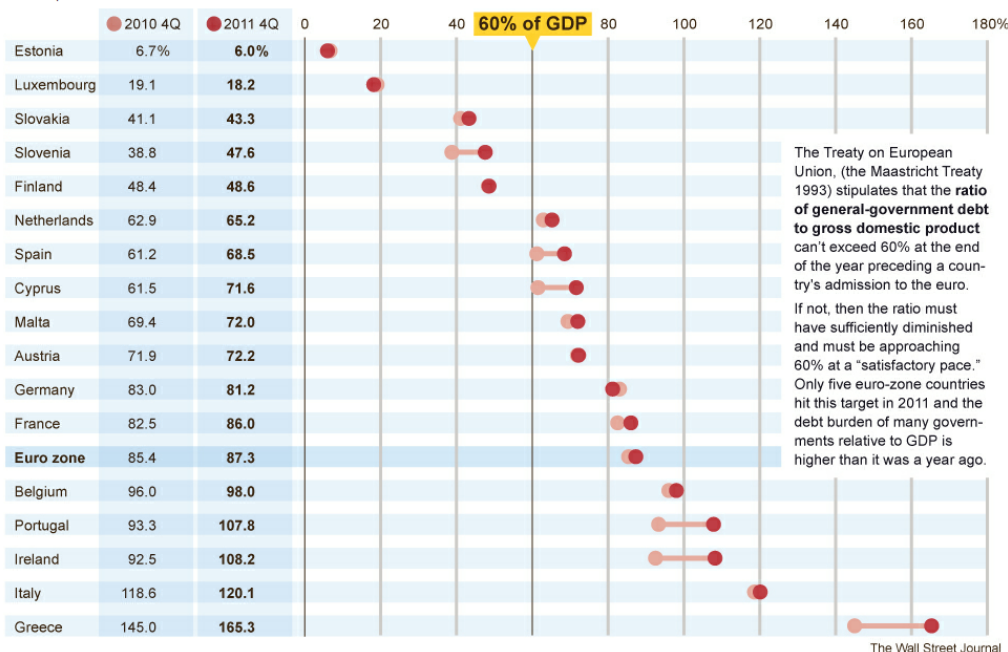
EUR bn	Provisions			NPLs / problematic			Coverage		Loans			NPL ratios			Coverage vs. gross exposure	
	Total	RE	non RE	Total	RE	non RE	RE	Non RE	Loans	RE loans	Non RE	NPL %	% RE	% Non RE	RE	Non RE
Bankia	24.6	16.5	8.1	39.0	31.0	8.0	53%	101%	201.5	41.4	160.1	19.3%	74.7%	5.0%	39.9%	5.1%
CABK (Inc. BCIV)	10.7	8.9	1.8	24.4	18.6	5.8	48%	32%	224.2	36.3	187.8	10.9%	51.3%	3.1%	24.4%	1.0%
POP	8.7	6.9	1.8	22.1	17.1	5.0	41%	36%	127.1	31.0	96.2	17.4%	55.1%	5.2%	22.4%	1.9%
Santander	9.8	7.0	2.8	24.8	19.5	5.3	36%	53%	202.1	30.1	172.0	12.3%	64.8%	3.1%	23.4%	1.6%
of which: BTO	3.6	2.4	1.1	8.7	6.7	2.0	36%	55%	72.8	9.6	63.2	11.9%	69.5%	3.2%	25.3%	1.8%
BBVA	7.3	5.0	2.3	20.7	14.0	6.6	36%	35%	172.1	22.1	150.0	12.0%	63.6%	4.4%	22.6%	1.5%
SAB	3.6	2.8	0.9	10.8	8.0	2.9	35%	30%	75.7	13.3	62.4	14.3%	59.7%	4.6%	20.7%	1.4%
BKT	1.0	0.4	0.6	2.2	0.8	1.4	47%	46%	43.3	1.5	41.8	5.1%	52.8%	3.3%	24.7%	1.5%
Spain	83.4	60.8	22.6	272.3	188.0	84.3	32%	27%	1853.2	307.0	1546.2	14.7%	61.2%	5.5%	19.8%	1.5%

Note: RE = Real estate developer s, including foreclosed assets

Source: Company data, Nomura research

Government debt as a percentage of GDP

Fourth quarter of 2012



Эти цифры следует сопоставить с ВВП Испании в ~€1 трлн. в 2012 году и долгом порядка €0.7 трлн.

Необходимость рекапитализации на пару сотен миллиардов может приблизить соотношение «госдолг/ВВП» Испании к показателю ближе к 100%.

Это не так много, если сравнивать с Португалией, Ирландией и Италией, у которых значения больше 100%. Новость о банковской дыре, которую надо затыкать новыми долгами, вызвала рост доходности испанских облигаций.

Для того чтобы рекапитализировать Испания должна занимать, чего она не желает делать (точнее, не занимать, а покупать акции банков в обмен на государственные облигации). Вчера премьер Испании выражал желание, чтобы деньги на

рекапитализацию банковской системы страны выделила Еврозона. ЕЦБ уже успел ответить, недвусмысленно заявив, что отказывается «монетизировать». Также Испания надеется на создаваемый «European Stability Mechanism» («перманентный» фонд), который должен заработать в июле.

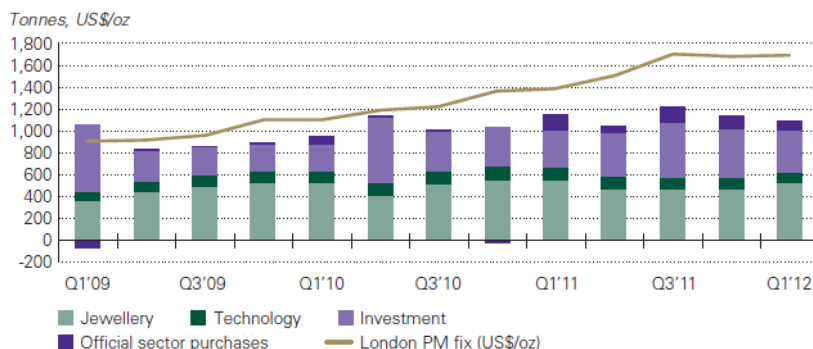
Кризис продолжает оставаться политическим. В «Ведомостях» сегодня есть упоминания, что число немцев, выступающих за предоставление помощи проблемным государствам, увеличилось по мере углубления кризиса, свидетельствуют данные опроса: 49% в этом году против 42% весной 2010 года. Однако во Франции противоположная картина: в этом году в поддержку мер помощи высказались 44% опрошенных, тогда как 2 года назад их было 53%.

Европейский кризис может получить развитие в июне, а пока мы ожидаем стабилизации. Вряд ли случится сильный рост или сильное падение. Рынки выжидают.

Еще одна новость утра пришла из Китая. «Блумберг» пишет, что на прошлой неделе премьер Госсовета КНР Вэнь Цзябао призвал еще больше сконцентрироваться на экономическом росте. Этот призыв спровоцировал ожидания, что государство усилит меры по стимулированию экономики, которая может продемонстрировать замедление шестой квартал подряд. Однако сегодня появились противоположные заявления: «Намерения китайского правительства очень ясны: оно не будет реализовывать еще один план масштабного стимулирования, чтобы добиться высоких темпов экономического роста», - говорится в статье по экономической политике, опубликованной агентством «Синьхуа» на китайском языке. — «Нынешние усилия по стабилизации роста не будут копировать методы трехлетней давности».

Вкратце:

Gold demand by category in tonnes and the gold price (US\$/oz)



- Европейская напряженность уже иссушила кредитные потоки. «Блумберг» цитирует ИФК «Метрополь»: «Мы не увидим новых высокодоходных размещений как минимум до сентября»... «Некоторые негосударственные российские компании не смогут в ближайшие три месяца размещать рублевые облигации из-за европейского долгового кризиса и снижения в этом месяце курса рубля к доллару».

- World Gold Council сообщает, что золото теряет привлекательность в Индии,

Chart 15: Jewellery demand in tonnes (Q1'12 vs Q4'11)

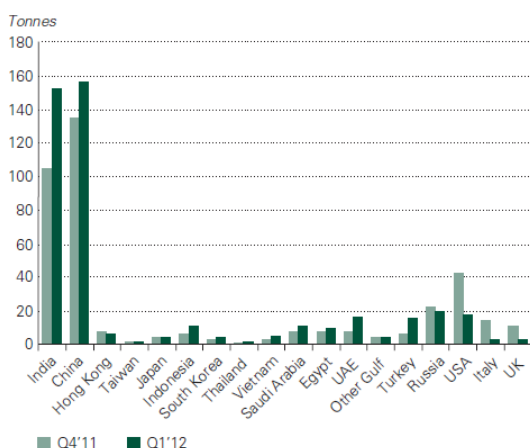
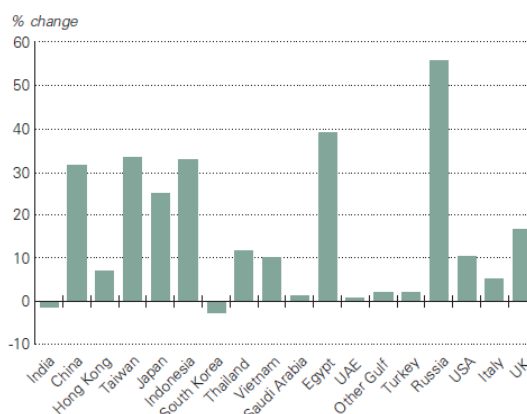


Chart 16: Jewellery demand by country in US\$ (Q1'12 vs Q1'11, % change)

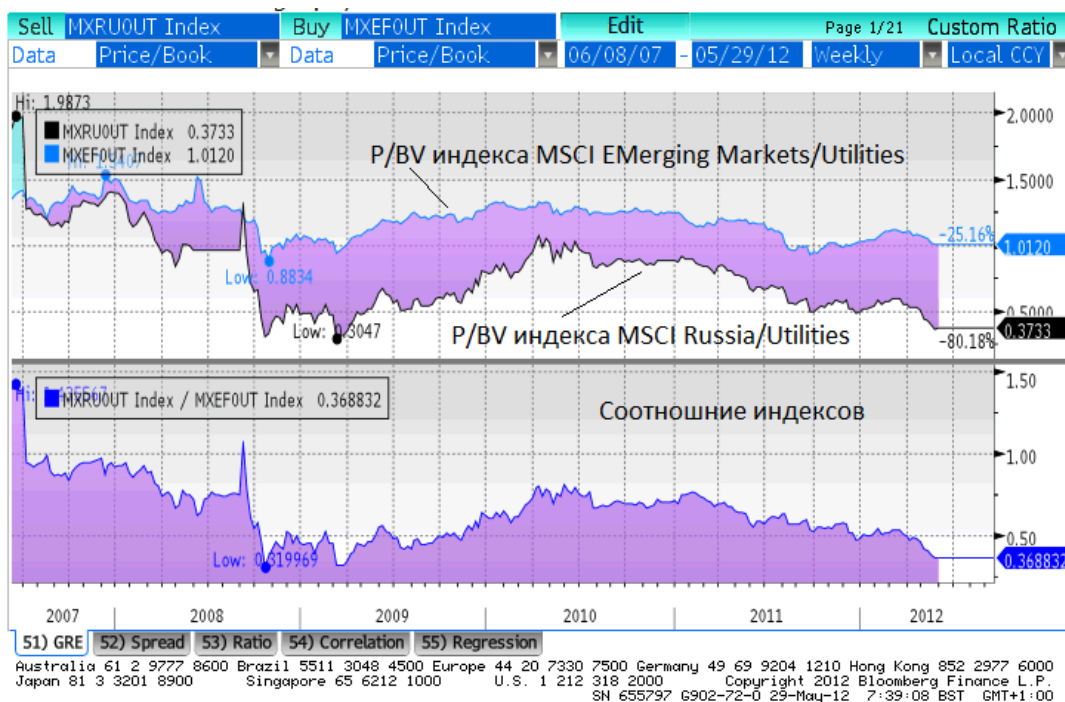


поскольку страна ввела новые налоги на ювелирные изделия, увеличила импортную пошлину, так что спрос в Индии в 1-м квартале 2012 года упал на 14% по сравнению с 4-м кварталом 2011 года. Слева приведено несколько графиков из аналитики этого

агентства. Спрос-предложение в мире в квартал составляют примерно 1 млн. тонн, источники спроса показаны на графике, ювелирка в целом занимает около половины. Индия и Китай – основные источники по этому направлению, обе названных страны своим спросом на ювелирные изделия формируют порядка трети всего мирового спроса. Так что налоги на золото в Индии могут отчасти объяснять неудовлетворительную динамику цены металла в этом году, даже несмотря на казалось бы очевидный «фактор» - эскалацию европейских проблем. Более подробно почитать о золоте можно по ссылке www.gold.org/investment/research/regular_reports/gold_demand_trends/.

Наше видение по ценам на золото предполагает возможность роста, только если кризис пойдет на сильное обострение. Кризис рано или поздно завершится, и тогда цены должны будут обвалиться (предположительно, ниже \$1000/унцию, т.е. больше чем на 30%).

- Пара графиков как происходило разочарование инвесторов в электроэнергетике. Слева показано как изменялось соотношение p/bv в «utilities» в России и на развивающихся рынках. Отечественные компании



когда-то имели фору на оптимизме, связанном с реформой Чубайса, сейчас они скатились до огромного дисконта и составляют только 36% цены «аналогов» развивающихся стран. Еще один график показывает, как изменялись ожидания по прибыли «ФСК» (в млн. долл.) на 2012 и 2013 годы. Большой провал пошел с середины 2011 года, когда стало ясно, что правительство решило «кинуть» акционеров, отказаться от своих обещаний

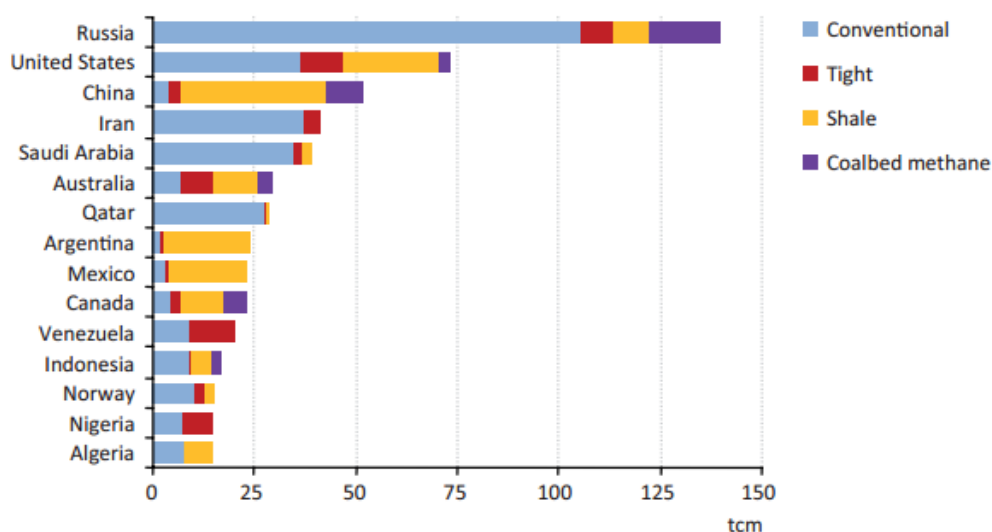


введения «справедливых тарифов» по RAB.

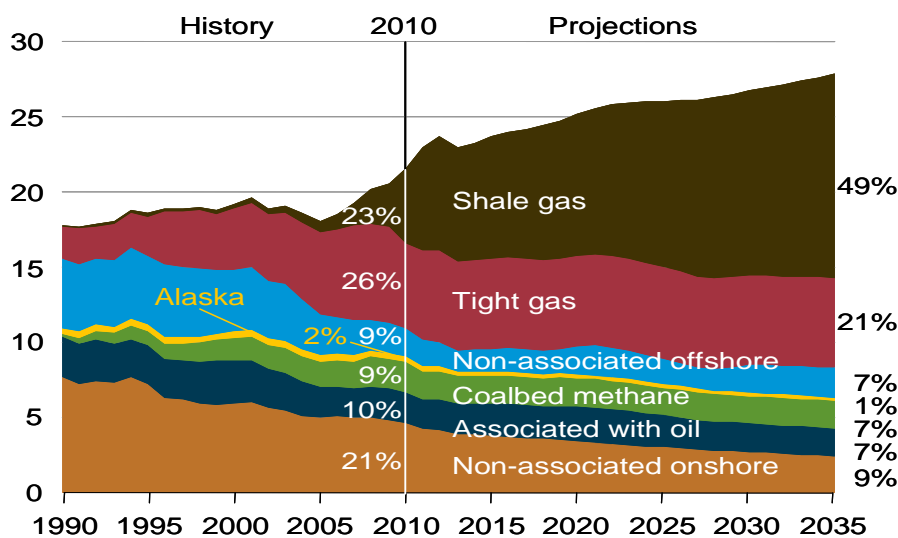
Возможно, рынки слишком пессимистичны сейчас. «ФСК» сейчас имеет капитализацию в \$7.5 млрд. и если верить консенсусу должна заработать \$2 млрд., так что мультипликатор p/e выглядит уже не слишком плохо – что-то ниже 4. Правда, правительство может еще больше зарезать тарифы. Обсуждаемая сейчас идея докапитализировать сетевые компании через культивируемый под Сечина «Роснефтегаз» имеет следующую странность. Если «ФСК» будет выпускать эмиссию акций, то ее можно размещать не ниже 50 копеек (таков закон об АО).

- «ЛУКОЙЛ» в ближайшее время проведет buy-back на \$2-3 млрд., чтобы поддержать котировки. При этом часть акций будет выкупать сам менеджмент. Часть выкупленных бумаг «ЛУКОЙЛ» планирует использовать в ходе размещения в Гонконге, которое запланировано на 2013 год. Сейчас квазиказначейский пакет составляет 11,25%, с учетом объявленного buy-back он может вырасти до 17%.
- Еще одна новость про «ЛУКОЙЛ». Компания рассматривает возможность выхода на рынок Китая. По словам Л. Федунa, их интересует добывающий бизнес. Однако сейчас вся нефтедобыча в Китае принадлежит государству, поэтому вряд ли «ЛУКОЙЛ» сможет получить в этом сегменте крупные проекты. Более реалистичны проекты в сфере нефтепереработки, но они менее прибыльны, чем в добыче.

Figure 2.1 ▶ Remaining recoverable gas resources in the top fifteen countries, end-2011



Source: IEA analysis.



Международное энергетическое агентство вчера выпустило материалы, посвящённые сланцевому газу, предсказывая ему большое будущее по всему миру. Также предсказывается падение цен на газ и угроза выручке «Газпрома» в Европе и по другим направлениям. Конечно, больших новостей в этом нет, давление на цены «Газпрома» уже ощущается несколько лет. В тексте содержится довольно странный график с оценками резервов газа (цифры такого рода всегда очень спекулятивные, не точные) по всему миру. Газа в мире очень много.

Для США мы повторим график с прогнозами национального регулятора – DOE EIA, предсказывающий сланцевому газу почти половину добычи к 2035 году, а вместе с газом из труднопроницаемых резервуаров (tight) – почти 2/3 (все это «non conventional») Источник: EIA, Annual energy report 2012 Early release overview.

- Студент НИУ ВШЭ-Пермь, пишущий под руководством одного из нас, выбрал тему исследования сланцевого газа и его экономики. Он

пишет следующее: «В среднем на миллиард кубофутов (tcf) газа приходится от 50 до 125 баррелей газоконденсатов». Для расчетов он предположил, что на один tcf приходится 87.5 баррелей конденсатов (пропаны-бутаны и другие фракции), которые продаются по ценам близким к ценам на нефть. Затем рассчитал прибыли и убытки в пересчете на цены газа в \$ за млн. куб. м. (что близко к долларам за миллион термальных единиц, MMBTU, в которых котируется газ на NYMEX, коэффициент пересчета почти 1).

	Цена газа (\$/mcf)											
Цена ngl (\$/bbl)		10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	0
	120	8,06	7,48	6,91	6,34	5,76	5,19	4,61	4,04	3,47	2,89	2,32
	110	7,56	6,98	6,41	5,83	5,26	4,69	4,11	3,54	2,96	2,39	1,82
	100	7,05	6,48	5,91	5,33	4,76	4,18	3,61	3,04	2,46	1,89	1,31
	90	6,55	5,98	5,40	4,83	4,26	3,68	3,11	2,53	1,96	1,38	0,81
	80	6,05	5,48	4,90	4,33	3,76	3,18	2,60	2,03	1,46	0,88	0,31
	70	5,55	4,98	4,40	3,83	3,26	2,68	2,10	1,53	0,95	0,38	- 0,19
	60	5,04	4,48	3,90	3,33	2,76	2,18	1,60	1,03	0,45	- 0,12	- 0,70
	50	4,54	3,98	3,40	2,83	2,26	1,68	1,10	0,52	- 0,05	- 0,62	- 1,20
	40	4,04	3,48	2,90	2,33	1,76	1,18	0,60	0,02	- 0,55	- 1,13	- 1,70
	30	3,54	2,98	2,40	1,83	1,26	0,68	0,09	- 0,48	- 1,06	- 1,63	- 2,20
	20	3,04	2,48	1,89	1,33	0,76	0,18	- 0,41	- 0,98	- 1,56	- 2,13	- 2,71

Из этого анализа следует, что «при текущих ценах на газоконденсаты, колеблющиеся в районе 80-90 долларов за баррель, компаниям-операторам будет выгодно добывать сланцевый газ даже при нулевых ценах. При этом сохранение цен газа на текущих уровнях в 2-3 доллара за mcf делает добычу крайне выгодной, что при достаточно низких барьерах входа привлекает новые компании, а действующие стимулирует наращивать добычу». Если верить этому анализу, дешевые цены на газ – надолго. Повторимся, это мнение студента, расчеты которого нужно перепроверять. Однако логику они отражают, кроме газа сланцевые месторождения дают довольно дорогие нефтяные фракции, которые значительно улучшают экономику добычи газа на подобных месторождениях, даже при низких ценах газа.

- Акции Facebook стремительно дешевеют и с момента размещения



потеряли 24%, опустившись ниже отметки в \$30 за акцию. Из-за этого российская соцсеть «ВКонтакте» отложила размещение на неопределенный срок. Мы находим оценку текущей капитализации Facebook в \$62 млрд. завышенной, так как стоимость не подкреплена соответствующим денежным потоком (P/E=92), да и перспективы монетизации пользовательской базы выглядят достаточно туманными.

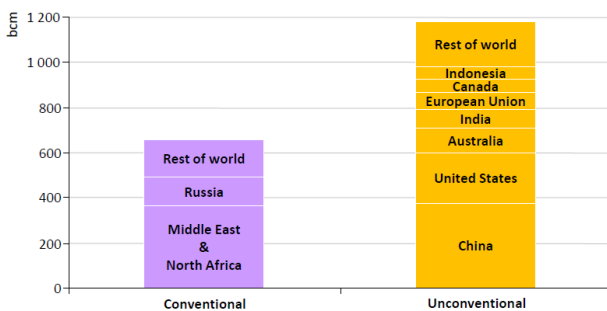
- «Интер РАО» с целью ускорения процесса получения

энергоактивов «Башкирэнерго» выставило добровольную оферту на выкуп акций у миноритариев «Башкирэнерго». «Интер РАО» может выкупить привилегированные акции по цене 26,25 руб. за бумагу, что предполагает

3% премию к цене обязательного предложения (25,39 руб.). Премия по обыкновенным акциям пока не озвучена, но ожидается, что будет ниже, чем по привилегированным акциям. Вчера на этой новости привилегированные акции «Башкирэнерго» выросли на 20%. Мы рекомендуем воспользоваться этим предложением, так как условия будущих обязательных офферт будут хуже, так как будет действовать норма о том, что компания не может выкупать у миноритариев бумаги на сумму, превышающую 10% от стоимости чистых активов.



Natural gas supply growth in the Golden Rules Case, 2010-2035



- «Газпром» продолжает снижать объемы экспорта в страны дальнего зарубежья. Так, в мае падение экспорта может составить порядка 20% по сравнению с прошлым годом. Такая, на первый взгляд, разочаровывающая статистика объясняется эффектом базы. Дело в том, что в первом квартале 2011 года газ «Газпрома» был сравнительно дешевле норвежского, что и вызвало ажиотажный спрос на российский газ и позволило монополии существенно нарастить экспортную выручку. Однако «Газпром», несмотря на требования покупателей о снижении цен на газ, не намерен идти на уступки и готов пожертвовать текущими объемами в надежде их компенсировать в долгосрочной перспективе до 2030 года. Между тем, Международное энергетическое агентство в своем докладе «Золотые правила золотого века газа» не так оптимистично смотрит на будущее России в расстановке сил на мировом газовом рынке. Согласно их прогнозам, Россия может окончательно лишиться статуса лидера мирового газового рынка к 2035 году. Такой сценарий может реализоваться, если США, Китай, Австралия и другие страны начнут добывать дешевый газ из нетрадиционных источников. Хотя при этом, по расчетам МЭА Россия обладает самыми крупными запасами газа с учетом нетрадиционных источников.

Местное:

- Внешнеторговый оборот Пермского края в первом квартале вырос на 18,8% и составил \$2,3 млрд., из которых 2,1 млрд. – экспорт, а \$173 млн. – импорт. Основа экспорта – калийные удобрения.

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.