



Рынки накануне:

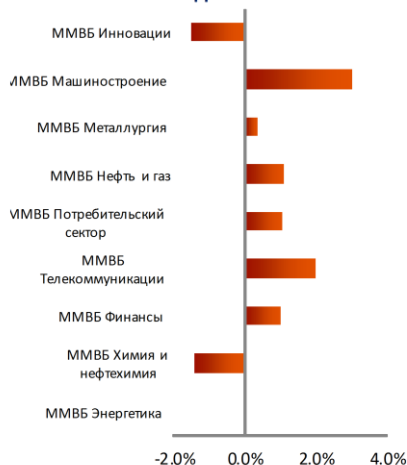
Лидеры изменений на ММВБ



Рынки после закрытия ММВБ



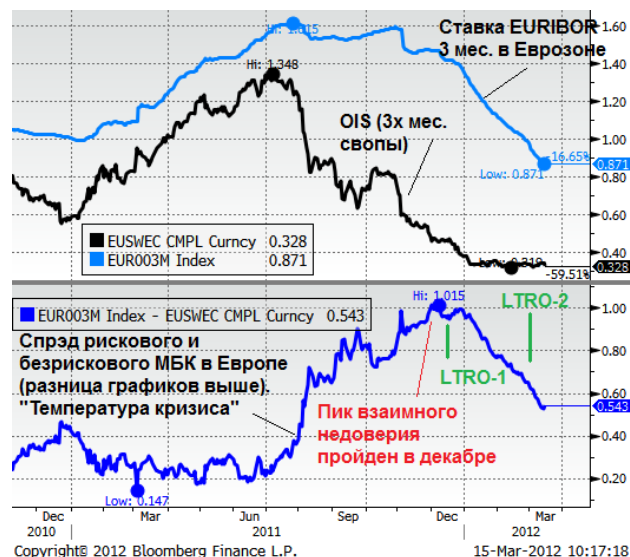
Динамика отраслевых индексов



Российский рынок вчера поднялся на 1.2% по ММВБ, вслед за движением мировых фондовых рынков. Это самое высокое закрытие с августа, и вчерашние уровни смогли превысить максимумы марта, показанные несколько дней назад.

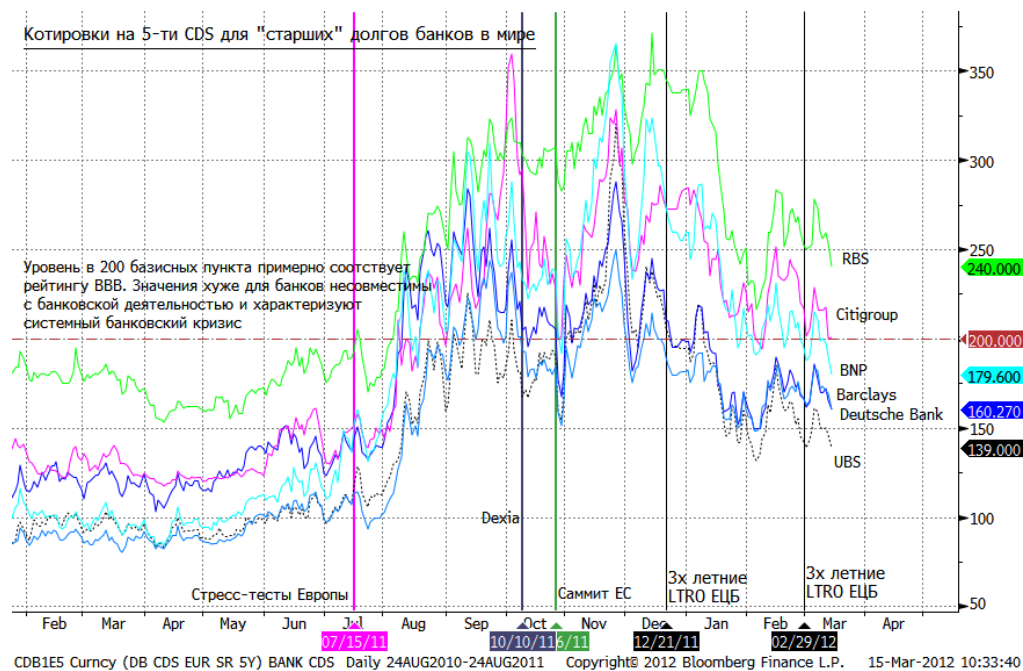
Европейский кризис идет на поправку, если судить по спредам межбанковского кредитования, своеобразной «температуры кризиса» (справа). Потребуется еще длительное время, чтобы банки, рынки и экономические агенты пришли в чувства. После краха Lehman потребовалось около года (осень 08 – осень 09) на то, чтобы спреды в зоне Евро и доллара нормализовались. На этот раз движение должно пройти быстрее. Судя по наклону графика и пройденному пути, можно ожидать, что к началу-середине лета спред EURIBOR – OIS станет «нормальным». На следующей странице содержится традиционный график котировок CDS на долги банков, более оперативный инструмент, чем банковский спред. Судя по нему, ситуация с банками уже стала нормальной.

В нашей системе координат кризис всегда связан с функционированием банков (или вариант «теневых банков», которые работают по тем же принципам – привлечение и размещение, но банками не называются, это кредитные хедж-фонды, SIV-ы или американские GSE). Если исправилась ситуация с потоком кредита – ждите возврата экономики в нормальное состояние. Параллельно (или, даже, с опережением) должны нормализоваться котировки акций фондовых рынков.



	Последнее значение	За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	График за 30 дней
Мировые рынки						
Индекс РТС	1743	-0.5%	4.9%	-8.6%	26.1%	
Индекс ММВБ	1631	1.2%	3.3%	-4.1%	16.3%	
S&P 500	1394	-0.1%	3.8%	8.8%	10.9%	
Dow Jones	13194	0.1%	3.2%	11.3%	8.0%	
Nikkei	10083	0.3%	8.9%	17.2%	19.3%	
FTSE 100	5945	-0.2%	0.9%	4.4%	6.7%	
DAX	7079	1.2%	4.8%	6.5%	20.0%	
Shanghai Composite	2382	-0.4%	0.7%	-17.7%	8.3%	
Товарные рынки						
Нефть	124.7	-0.2%	4.8%	14.9%	16.1%	
Никель	19575	0.6%	-2.9%	-24.2%	4.6%	
Медь	8465	-1.1%	0.6%	-7.9%	11.4%	
Золото	1643	0.4%	-4.9%	17.8%	4.2%	
Серебро	32.1	0.9%	-3.9%	-6.6%	13.9%	
Валютные рынки						
EUR/USD	1.30	0.1%	-0.2%	-6.7%	0.6%	
RUB/USD	29.61	-0.1%	1.5%	-3.0%	8.5%	
RUB/EUR	38.44	0.1%	2.1%	4.5%	8.4%	

Вкратце

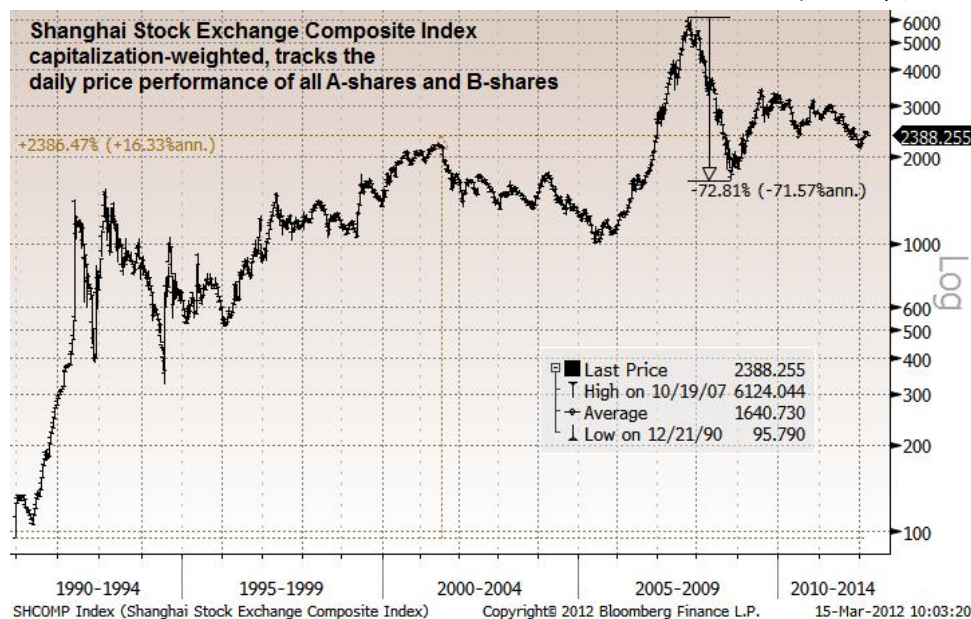


- Этот график стал традиционным с лета, показывает котировки CDS на старшие (senior) долги крупных мировых банков. За этими инструментами стоят действительные денежные ставки (средний размер CDS по номиналу порядка \$7-10 млн.), и мы вполне доверяем им как индикаторам возможного дефолта. С точки зрения торговцев этими инструментами, опасность системного банковского кризиса почти сошла на нет. Почти по всем CDS произошло снижение спреда до уровня ниже



круглой отметки в 200 б.п., которую мы принимаем как условную границу отделяющую «junk» от инвестиционного уровня. Банки теперь не кажутся слишком опасным местом хранения денег.

- Еще один традиционный график в поддержку этого тезиса – доходность трехмесячных векселей германского правительства. Она поднялась выше нулевой отметки, также отражая падение уровня страха. Инвесторы боялись держать деньги в банках, предпочитая платить небольшой штраф в виде отрицательных ставок по коротким бумагам, то есть идти на сознательные потери. Нормализация случилась только в феврале. Абсолютный уровень доходности трехмесячных облигаций также отражает смену позиции ЕЦБ, которая приступила к значительному



монетарному стимулированию (варианту QE, хоть он так и не называется в Еврозоне).

- Мир большой, в нем всегда можно найти что-то положительное и что-то отрицательное. В итоге, интерпретация текущих событий всегда напоминает то ли полупустой, то ли полуполный стакан. Выделение положительной составляющей или фиксация на отрицательных событиях и «угрозах» всегда носит субъективный характер. Чтобы не казаться избыточными оптимистами, укажем на Китай.

Вчера индекс Шанхайской биржи снизился на 2.6%, правда, взгляд на

большую картину не выявляет превалирующего тренда. Если взять начало торгов в 1990 году (индекс как обычно был нормирован 100 п.), то рост котировок вполне впечатляет – 16% годовых. Зато в 2000-х прошел обвал на 73%.

Вчера премьер Китая Вэнь Цзябао заявил на пресс-конференции, что есть вероятность повторения Культурной революции. Причина, по его мнению, в том, что политическая реформа не успевает за экономическими изменениями. Существенных уточнений этой позиции не последовало, а в следующем году премьер страны планирует уйти в отставку.

Для справки, Культурная революция прошла в 1966-1976 годах под руководством Мао Цзедунa и заключалась в искоренении инакомыслия. Интеллигенция была вычищена. Преподавателей, ученых ссылали в деревню на работы для того, чтобы они получили новое «образование». Результатом стало резкое падение уровня жизни и экономическая стагнация перед тем, как страна совершила большой скачок в развитии.

Еще одна порция негативных комментариев – китайская экономика действительно замедлилась. В комментариях «Блумберг» сегодня можно найти слова аналитика JPMorgan Chase, что страна уже находится в «жестком приземлении». Он ссылается на снижение производства автомобилей, цемента, стали.

- К концу третьего дня приема заявок на выкуп акций «ВТБ» от участников IPO было подано 20 750 заявлений, говорится в сообщении «ВТБ 24», в офисах которого оформляются документы. Сообщается, что это четверть от сохранивших народно-IPO-шные пакеты. Выходит, всех лиц, подлежащих выкупу - 83 тыс. Предположим, по максимуму, что у всех выкупаемый пакет составляет 500 тысяч руб.

Тогда трансфер стоимости составляет [1 – текущая котировка 7.33 коп. / выкупная цена 13.6 коп.] = 46%. Итого потери, остающихся акционеров «ВТБ», на этой операции составляют 83 тыс. * 46% * 500 тыс. = 19.09 млрд. рублей. Срежем эту оценку на треть из предположения, что не все предъявят, а также, что у некоторых пакет будет меньше максимально разрешенных 500 тыс. руб. Тогда трансфер стоимости от остающихся акционеров банка к выкупаемым составит 12.8 млрд. рублей (\$0.43 млрд.). Эта цифра будет напрямую вычитаться из балансового капитала. По последнему опубликованному отчету МСФО за 3 квартал 2011 г. Tangible Common Equity банка «ВТБ» это 460 млрд. рублей (\$15.5 млрд.), то уменьшение величины балансового капитала составит 2.8%. Эта же цифра показывает насколько уменьшится величина балансовой стоимости остающихся акций.

Еще вычисления. Tangible BV одной акции равно 460 млрд. руб. / 10.46 трлн. акций = 4.4 копейки. Текущая цена 7.3 коп. дает $p/tangible_bv_3q_2011 = 1.66$.

Использовать tangible bv правильнее вместо обычной балансовой стоимости акций bv, поскольку она вычищается на величину пустоты бухгалтерского гудвила. С нашей точки зрения, 1.66 - это вполне адекватный мультипликатор для банка, который зарабатывает неважнецкую прибыль. Ожидаемое и историческое ROE в пределах 10-20%, не считая убытков в кризис, по сравнению с другим государственным «Сбербанком» с ожидаемым ROE 20%+. На этом основании мы отказываемся видеть перспективы опережающего роста акций «ВТБ» при текущей цене и не можем назвать акцию недооцененной. Однако мы можем сказать это про многие другие российские акции.

- «ЛУКОЙЛ» вчера презентовал стратегию развития до 2021 года. Цифры по добыче компания раскрыла еще в прошлом году: к 2021 году

добыча нефти должна вырасти в 1,5 раза до 1,17 млрд. баррелей. На это будет потрачено \$125 млрд. Также компания поделилась своими планами относительно дивидендов: к 2021 году их величина вырастет в 4 раза. По итогам 2011 года «ЛУКОЙЛ» может заплатить 73,75 рублей на акцию, что принесет 3,8% дивидендной доходности. Заметим, что это не первая десятилетняя стратегия развития компании, предыдущие также предусматривали резкий рост добычи, однако впоследствии планы были пересмотрены. Поэтому мы не склонны так серьезно относиться к разработанным стратегиям «ЛУКОЙЛа»: уж больно часто она их меняет.

- Центробанк заявил, что находит текущий объем золотовалютных

<HELP> for explanation, <MENU> for similar functions.

CurrencyWIRA

Page 1/8 International Reserve Assets						
	Current	Pct Of	1 Year Ago	1 Month	1 Year	
	(Bil USD)	World	(Bil USD)	% Change	% Change	
World						
1) China	3181.15 12/31	30.985%	2847.34	-1.2%	+11.7%	
2) Japan	1222.02 02/29	11.903%	1030.54	-.3%	+18.6%	
3) Russia	456.55 01/27	4.518%	450.77	-1.3%	+1.3%	
4) Saudi Arabia	543.56 01/31	5.342%	435.81	+3.4%	+24.7%	
5) Taiwan	394.43 02/29	3.842%	390.69	+1.1%	+1.0%	
6) South Korea	315.80 02/29	3.076%	297.67	+1.4%	+6.1%	
7) Brazil	356.13 03/13	3.428%	312.31	+.3%	+14.0%	
8) Hong Kong	294.70 02/29	2.870%	272.70	+.7%	+8.1%	
9) India	259.60 03/02	2.528%	272.96	-.2%	-4.9%	
10) Switzerland	271.12 12/31	2.436%	217.35	+6.5%	+24.7%	
11) Singapore	247.01 02/29	2.406%	230.88	+.6%	+7.0%	
12) Eurozone	210.49 01/31	2.050%	212.87	+1.1%	-1.1%	
13) Thailand	169.76 02/29	1.653%	172.91	+1.2%	-1.8%	
14) Algeria	178.30 08/31	1.737%	149.71	+1.4%	+19.1%	
15) Mexico	148.85 03/02	1.450%	121.91	+1.0%	+22.1%	
16) Libya	97.13 12/31	.946%	96.80	+2.2%	+.3%	
17) Malaysia	129.43 01/31	1.179%	103.80	+.3%	+24.7%	
18) Poland	91.65 01/31	.850%	88.81	+2.2%	+3.2%	
19) Turkey	79.22 03/02	.772%	83.37	+3.8%	-5.0%	

резервов в \$514 млрд. завышенным. По оценкам ЦБ, для экономической безопасности страны будет достаточно \$200 млрд. Напомним, что в перспективе двух-трех лет ЦБ планирует полностью перейти на плавающий курс рубля, что не требует существенных резервов. Для сравнения, ЕЦБ, который не управляет курсом евро, держит порядка \$210 млрд. резервов. Поэтому, исходя из планов ЦБ отказаться от регулирования курса рубля, текущий объем резервов

действительно может быть излишним.

- Приватизация «Сбербанка» может состояться в апреле этого года, сообщают источники близкие к ЦБ. Изначально ЦБ планировал продать свой 7,6% пакет в сентябре 2011 г., но из-за неблагоприятной конъюнктуры на фоне долговых проблем Еврозоны приватизацию отложили. При этом первый зампред ЦБ А. Улюкаев пообещал, что акции «Сбербанка» будут проданы по достижению порога в 100 руб. Вчера акции по итогам дня стоили 103,3 руб. ЦБ сможет выручить за продажу 7,6% пакета порядка 164 млрд. руб. при цене 100 руб. за акцию.

- Государство проводило политику сдерживания цен на электроэнергию в период выборов, и были опасения, что тарифы существенно взлетят с 1 июля 2012 г. Вчера глава Минэнерго С. Шматко пообещал, что рост цен на электроэнергию с середины этого лета будет на уровне среднегодового темпа инфляции. Напомним, что Россия перешла от таргетирования валютного курса к контролю инфляции, и денежно-кредитная политика на 2012-2014 гг. предполагает рост цен на уровне 4-6%. Так что скачок цен на электроэнергию не предвидится. Будут также повышены тарифы на ЖКХ на 12%-15% и бензин.

- По словам первого зампреда ЦБ А. Симановского, ЦБ может повысить нормативы для банков, которые берут на себя повышенный риск. Определить к какой категории относится банк, регулятор будет смотреть на такие показатели, как рост ставок по вкладам, уровень просроченной задолженности, объем резервов и другие. Повышение, в частности,

коснется норматива достаточности капитала. Окончательно правила будут утверждены в течение двух месяцев.

Местное

- Западно-Уральский банк Сбербанка РФ по итогам 2011 года заработал 11 млрд. рублей чистой прибыли, что стало рекордом. По словам главы местного отделения банка К. Брея, в планах на этот год заработать 17 млрд. рублей прибыли (+54%). С учетом того, что в 2011 году пермские банки смогли нарастить кредитный портфель на 34,1%, цифра вполне достижима.
- По итогам первых двух месяцев 2012 года поступления в краевой бюджет выросли в два раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составили 9,2 млрд. рублей. Основной прирост обеспечил налог на прибыль, поступления от которого выросли в 4 раза до 4,9 млрд. рублей.
- «Норман-Виват» начал строительство складского комплекса и фабрики по производству полуфабрикатов в Заостровке. Сдача объектов планируется через 1,5 года, на строительство будет потрачено 600 млн. рублей.

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.