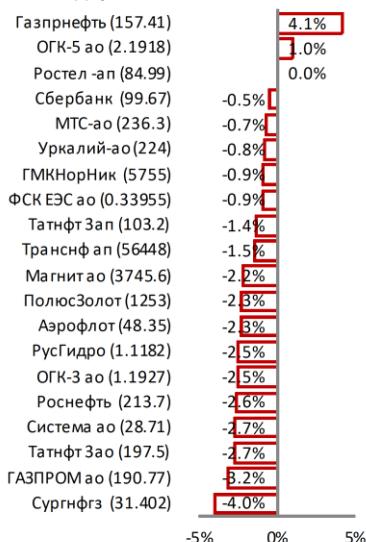


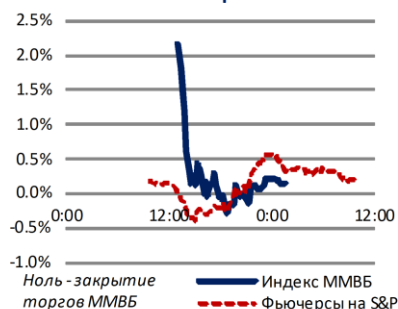


## Рынки накануне:

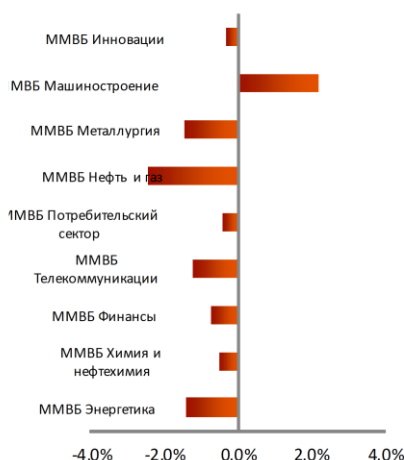
## Лидеры изменений на ММВБ



## Рынки после закрытия ММВБ



## Динамика отраслевых индексов



Итог дня – минус 2% по индексу ММВБ, один из худших результатов дня в мире (Колумбия чуть хуже). Это притом, что Европа показала минус в долю процента, а S&P500 с плюсом 0.4% ночью обновил посткризисный максимум. Причин для снижения в России не было и сегодня рынок, похоже, может начать отыгрывать обратно. Мы относим результаты вчерашнего дня на традиционную избыточную русскую волатильность, засилье краткосрочных игроков и недостаток долгосрочных. Ростовой тренд с осени выходя, ликвидность снизилась, страхи перед коррекцией высоки, а единичные «заказы» могут вызывать подобные «сейсмические толчки». Даже после этого вчерашние -2% можно назвать «рабочим», движение небольшое, ничего не значит ни краткосрочно, ни тем более, долгосрочно.

Однако есть попытки дать рациональное объяснение. Например, говорят, что «Газпром» с капитализацией \$154 млрд. и безумно низким  $p/e_{2011est}=3.5$ , может подвергнуться дополнительному налогообложению. Логика: поскольку Путин дал много обещаний, бюджет надо пополнять. Например, «Альфа-банк» прогнозирует рост налогового бремени на \$22 млрд. в ближайшие 5 лет. Однако сбыт монополией газа в РФ составляет порядка 300 млрд. куб. в год, к 2017 году цена должна вырасти с текущих \$90 за тыс. куб. м. до равнодоходных \$170 за тыс. куб. м., что даст прирост доходов в +\$24 млрд. Так что «Газпром», похоже, сохранит возможность зарабатывать прибыль по ~\$40 млрд. в год в обозримом будущем. Сейчас это одна из самых прибыльных компаний мира. За это время монополия построит «Южный поток» ценой в €9 млрд., погасит текущие долги на \$30 млрд. Денежный поток все равно будет большим. Он либо пойдет на дивиденды, а это прямые выплаты акционерам. Либо деньги пойдут на экспансию на шельф, либо на бизнес с упрямыми китайцами, либо на Штокман и сжижение газа. Что означает увеличение бизнеса и его стоимости.

После раздачи ЕЦБ свежих евро банкам, доходности долгов Италии и Испании стали приемлемыми, а спреды кредитов и CDS пошли вниз. До сих пор раздаются голоса, что «проблема не снята», что долги стран большие и растут и что «экономика уязвима». Мы полагаем, что если финансовые проблемы сняты, экономика будет расти. Причина – незадействованные мощности и экономический прогресс. Все кризисы проходят...

	Последнее значение	За 1 день	За 1 мес.	За 12 мес.	С начала года	График за 30 дней
<strong>Мировые рынки</strong>						
Индекс РТС	1728	0.3%	3.2%	-12.0%	25.0%	
Индекс ММВБ	1586	-2.0%	0.5%	-9.2%	13.1%	
S&P 500	1410	0.4%	3.6%	10.2%	12.1%	
Dow Jones	13239	0.0%	2.2%	11.6%	8.4%	
Nikkei	10142	0.1%	6.9%	10.2%	19.9%	
FTSE 100	5961	-0.1%	0.3%	4.2%	7.0%	
DAX	7154	-0.1%	3.0%	7.3%	21.3%	
Shanghai Composite	2392	-0.7%	1.2%	-17.7%	8.8%	
<strong>Товарные рынки</strong>						
Нефть	125.1	-0.5%	4.2%	9.8%	16.5%	
Никель	19050	0.8%	-2.9%	-28.8%	1.8%	
Медь	8570	0.7%	4.8%	-9.9%	12.8%	
Золото	1657	-0.5%	-4.5%	16.9%	5.1%	
Серебро	32.7	-0.8%	-2.6%	-6.9%	16.0%	
<strong>Валютные рынки</strong>						
EUR/USD	1.32	-0.1%	0.0%	-7.0%	2.1%	
RUB/USD	29.11	0.1%	2.3%	-2.9%	10.4%	
RUB/EUR	38.60	0.0%	2.2%	4.1%	7.9%	

# Вкратце

<HELP> for explanation.

Click values in the grid for transparency

GAZP RX Equity 90 Settings 97 Actions 98 Output 99 Feedback Current Consensus  
Gazprom OAO Periodicity Annuals Consensus Standard Cur USD  
1) Earnings & Estimates Home (EE) Broker

Guidance		2 Values		3 Growth	
12 months ending	FY 2010 Act*	FY 2011 Est	FY 2012 Est	FY 2013 Est	FY 2014 Est
13) Sales	118.502B	158.208B	164.420B	169.249B	181.512B
14) Gross Margin %		64.050	63.700	62.200	61.450
15) Operating Profit	38.093B	56.154B	50.058B	52.729B	47.066B
16) EBIT	38.093B	52.668B	48.814B	45.632B	48.220B
17) EBITDA	46.118B	63.842B	62.584B	58.994B	63.460B
18) Pre-Tax Profit	41.961B	55.061B	52.139B	48.593B	51.807B
19) Net Income Adj+	29.915B	44.015B	41.735B	37.181B	40.216B
20) Net Income GAAP	31.908B	43.932B	41.744B	37.383B	38.969B
21) Net Debt	28.401B	29.726B	22.214B	16.750B	7.653B

Current Multiples		FY 2010		FY 2011 Est		FY 2012 Est		FY 2013 Est	
Price/EPs Adjusted	4.58	Last 4Q	3.54	Next 4Q Est	3.49	3.73	4.10		
Price/Sales	1.23		1.00		0.98	0.94	0.91		
Price/Book	0.73		0.64		0.62	0.54	0.49		
Price/Cash Flow	3.01		2.88		2.87	2.81	2.99		
EV/Sales	1.60		1.33		1.26	1.21	1.18		
EV/EBITDA	4.10		3.18		3.12	3.18	3.37		
Dividend Yield	1.99				3.62	4.31	4.17		

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000  
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2012 Bloomberg Finance L.P.  
SN 157580 GMT+6:00 H257-789-3 20-Mar-2012 09:57:23

ВТБ	В пересчете на акцию, копеек			P/ Tangible BV
Год	Tangible BV	Прибыль	Цена	
2011 Оценка	4.4	0.92	7.2	1.6
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 на 55.6%				
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		

Сбербанк РФ			
Date	Tangible BV	Цена акции, руб.	P/ Tangible BV
3Q_2011	52.2	99.3	1.9
FY2010	42.6	104.4	2.4
FY2009	34.0	83.1	2.4
FY2008	33.0	22.8	0.7
FY2007	27.8	102.3	3.7
FY2006	15.2	92.2	6.1
FY2005	11.5	37.7	3.3
FY2004	7.6	13.9	1.8
FY2003	6.7	7.6	1.1
FY2002	6.9	6.1	0.9
FY2001	6.0	2.2	0.4

превращает в большую процентную маржу и чистую прибыль. Можно ожидать, что результаты «Сбербанка» будут в районе ROE=20%...30% на ближайшие годы. А «ВТБ» в прошлые годы показывал печальные результаты.

Еще хуже ситуация выглядит с балансовой стоимостью на акцию, почищенной на пустоту бухгалтерского гудвила (tangible bv). Слева показана история «ВТБ» по этому показателю. Перед «народным IPO» tangible bv на акцию было на уровне 3.1 коп. Народу и инвесторам продавали акцию по 13.6 коп., (допэмиссия +29%), что подняло tangible bv на акцию до 5.8 коп., а само размещение прошло под p/tangible\_bv=2.5. Затем государство выкупило допэмиссию уже на 55.6% по цене 4.8 копеек. Несмотря на то, что «ВТБ» показывал какую-то прибыль после кризиса показатель tangible bv на акцию продолжает падать. Это происходит из-за 1) переоценок, когда активы падают в цене, но это не отражается в чистой прибыли. 2) это происходит из-за разрушающих стоимость поглощений разных бизнесов («Банк Москвы», хороший пример). Мы готовы утверждать, что умение наращивать «tangible bv на акцию» - главный показатель, который отражает способность банка создавать стоимость для своих акционеров. У «ВТБ» крайне плохая история с этим, особенно на контрасте

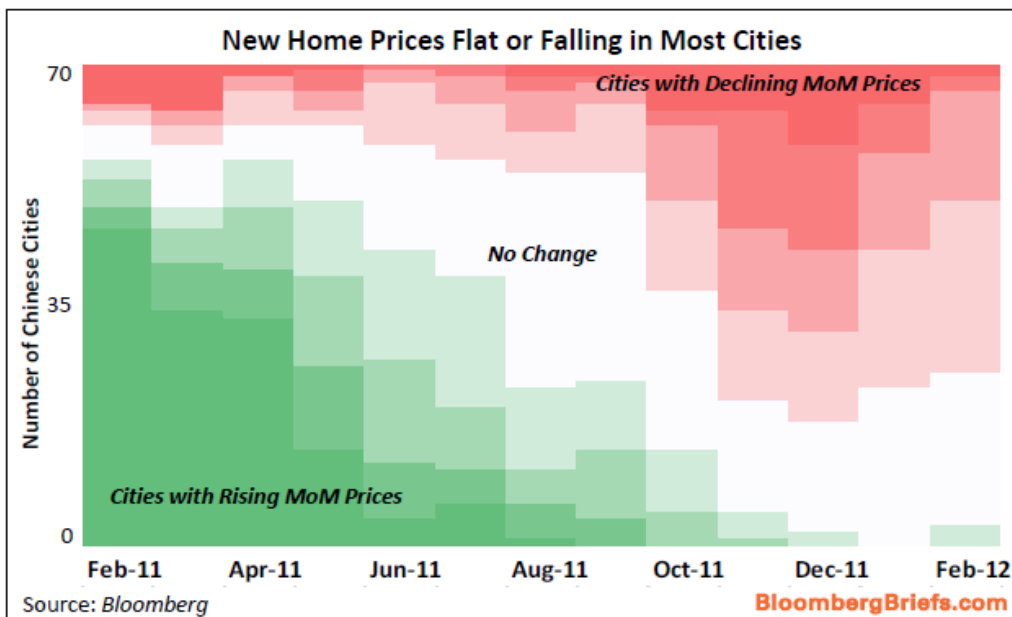
• Слева приведен скриншот Bloomberg с функцией оценочной прибыли «Газпрома» до 2014 года. Текущий консенсус предполагает, что прибыль в \$40 млрд. сохранится примерно на этом уровне. То есть показатели прибыли монополии (включая ebit) расти не будут. Ожидается повышение выручки с \$118 млрд. в 2010 до \$181 млрд. в 2014 г., отражая преимущественно растущую цену сбыта газа в России. Чистый долг, предполагается, упадет с \$30 млрд. до \$7 млрд. Консенсус аналитиков дает прогноз роста дивидендной доходности до 4%+, из-за ожидаемого роста.

Изменение этих показателей и отражает большой денежный поток от бизнеса «Газпрома». В перспективе нескольких лет монополия может стать денежной «дойной коровой». Если, конечно, не ударится в международную экспансию, где «Газпром» не очень-то жалуют и ждут.

• Мы не любим «ВТБ» как бизнес. Этот банк обладает возможностями государственного банка и потому способен дешево привлекать пассивы. Это преимущество также есть у «Сбербанка», которое он

со «Сбербанком» (см. таблицу: скачок в 2007 г. с 15.2 до 27.8 руб. произошел за счет допэмиссии, а остальное за счет прибыли).

- Вчера прошел аукцион по установлению стоимости CDS по Греции. Напомним, что эти контракты в случае дефолта предполагают выплату продавцом покупателю суммы в размере «номинал» (par) минус «остаточная стоимость» (recovery). Последняя вычисляется на аукционе. Результаты его можно посмотреть по ссылке <http://creditfixings.com/CreditEventAuctions/results.jsp?ticker=GREECE>, они составили 21.5%. Итак, потери инвесторов par минус recovery составляют 78.5%, что можно сравнить с объявленным коэффициентом списания в 51.5% (это по номиналу, но купон на длинных бумагах решает почти все). И это можно сравнить с «типичным» коэффициентом остаточной стоимости, принимаемым в расчетах по CDS на уровне 40%



- Недвижимость в Китае продолжает снижаться. На графике слева показаны изменения стоимости домов в 70 китайских городах. Падение, которое проходило осенью, сбавило обороты, но по-прежнему продолжается. Некоторые инвесторы опасаются, что падающий жилищный рынок может привести к «жесткому приземлению». Прогноз нужно рассматривать через призму механизма развития типового кризиса. В нашей системе координат

передаточным механизмом всегда выступают банки. Они должны получить какое-то количество «плохих» долгов (любых - суверенных, жилищных), им должны перестать доверять вкладчики и начать изымать депозиты. В ответ банки переходят в кризисный режим функционирования, перестают транслировать сбережения в кредит, это ударяет по экономике и вызывает режим спада экономики, который в свою очередь рождает новую порцию плохих долгов и так лавина катится вниз.

В этой ситуации важна реакция властей и центрального банка. В частности, ситуацию может исправить наполнение капитала (TARP в США), активное использование функции кредитора последней инстанции (так, как ЕЦБ остановил кризис своими 3-х летними займами). Также важно поведение населения и экономических агентов, их склонность к режиму паники. К примеру, в Японии было полно плохих долгов в 90-е, но доверие населения к системе настолько велико, что бегства вкладчиков не последовало, а потому и не случилось жесткого экономического спада.

Чтобы предполагать, что в Китае будет жесткий кризис, связанный с плохими долгами в недвижимости, мы должны иметь набор условий. Это должна быть неадекватная реакция властей (типа европейской в 2011 году, когда поднимались ставки, и не признавалась проблема в банках). Плюс, паника вкладчиков. Нам трудно сказать, насколько склонны к панике китайцы, но, предположительно, совсем не склонны. Также мы верим в мудрость китайского руководства, которое вряд ли запустит свою

банковскую систему до состояния неконтролируемого спада.

Это не говорит, что рецессия в Китае невозможна, но вряд ли она сможет приобрести характер жесткого экономического спада.

- Polyus Gold (консолидировала активы «Полюс золота») отказалась от своих планов получить листинг в Лондоне в ближайшей перспективе. Компания не смогла получить разрешение в правительственной комиссии по стратегическим инвестициям. Скоро начнется формирование нового правительства, только потом будет назван новый состав комиссии, И чтобы не держать акционеров в подвешенном состоянии, Polyus Gold приостановила получение листинга в Лондоне и сохранит прописку на о. Джерси. В перспективе компания еще раз попытается получить листинг в Лондоне. В ближайшее время Polyus Gold намерена продать 7,5%-ый квазиказначейский пакет акций, еще 3% продадут нынешние акционеры, чтобы увеличить free-float до 25% (условия для премиального листинга на LSE). Так как происходящие процессы затрагивают только холдинговую компанию, положение российских акционеров «Полюс золота» существенно не изменяется.
- «Ведомости» пишут, что «Газпром» просит правительство проиндексировать тарифы на газ с 1 октября на 26,3% дополнительно к уже запланированному 15% росту цен с 1 июля. В результате среднегодовая цена в 2012 году будет на 17% выше, чем в 2011 году. Как поясняет концерн, дополнительная индексация необходима для компенсации выпадающих доходов от роста ставки НДС. Если предложения концерна будут приняты, то внутренние тарифы на газ возрастут до \$137 за тыс. куб. метров, что почти в два раза выше спотовых цен в США. Таким образом, газовый концерн пытается связать вместе вопрос по ставке НДС и тарифы на газ, перекладывая рост налогов на потребителей. Если решение по индексации цен на газ будет принято, то автоматически придется повышать тарифы на электроэнергию. Выборы прошли, поэтому правительство может и пойти на некоторые уступки «Газпрому».
- «Промсвязьбанк» готовится к IPO, которое уже может состояться во втором полугодии 2012 г. или в первом полугодии 2013 г. Один из миноритарных акционеров Commerzbank (14,4%) вынужден выйти из капитала «Промсвязьбанка», чтобы соблюсти нормы Basel III к размеру собственного капитала. Основные акционеры «Промсвязьбанка» хотят продать банк по цене 1,5 капитала, что выше среднего значения P/BV по банковской отрасли. Выше этого значения торгуется лишь «Сбербанк» с P/BV=1,9.

Место по активам	Банк	Надежность	Активы млрд. руб.	Средства физлиц млрд. руб.
1	Сбербанк России	5	10427,1	5523,3
2	Банк ВТБ	5	4129,6	13,5
3	Газпромбанк	4	2385,4	253,5
4	Россельхозбанк	5	1399,2	149,6
5	Банк Москвы	4	1205,5	155,1
6	Банк ВТБ24	5	1170,2	823,1
7	Альфа-банк	4	916,7	233,6
8	Юникредит банк	5	875	50,5
9	Росбанк	4	594,8	133,9
10	Райффайзенбанк	5	563,9	204,8
...				
100	Интеркоммерц	"-1" без рейтинга	32,2	8,2

- Журнал Forbes опубликовал рейтинг 100 российских банков. Основными критериями при сортировке банков послужили надежность, размер активов и средства физ. лиц. «Сбербанк» продолжает сохранять лидирующие позиции, имея существенное преимущество как по размеру активов(10,4 трлн. руб.), так и по средствам физ. лиц (5,5 трлн. руб.). Завершает рейтинг «Интеркоммерц» с рейтингом «минус один» и активами 32,2 млрд. руб. На наш взгляд, большее значение для банков имеет соотношением «Активы» к «tangible common equity» или TCE(собственный капитал за вычетом нематериальных активов), так как по Tier1 банки могут выглядеть вполне устойчиво. В частности, во время разгара долговой проблемы в Еврозоне немецкий Commerzbank

имел приличный уровень Tier1 на уровне 11%, тогда как показатель TCE ratio был порядка 1%. В результате Commerzbank был частично национализирован. Российские банки в этом соотношении гораздо надежнее, «Сбербанк» имеет TCE ratio около 11-12%.

## Местное

---

- Собственник пермского ипподрома ООО «Конкур-Пермь» не унывает и намерен попытаться сменить зону участка со спортивных сооружений на зону деловой активности, где можно будет строить дома. Напомним, что в конце 2011 году «Конкур-Пермь» купил ипподром у «Энергостройресурса», который в свою очередь приобрел актив за 127,5 млн. рублей с расчетом сменить назначение земельного участка - в 2010 году земли ипподрома сменили статус с общественно-жилой на зону спортивных сооружений, что сделало невозможным его застройку. Собственники ипподрома неоднократно пытались оспорить это решение, однако все они оказались безрезультатными.
- Краевые власти предложили ритейлеру OBI (торгует стройматериалами) три площадки под строительство гипермаркета в Перми. Как поясняет глава «Агентства содействия инвестициям Пермского края» О. Шатов, компания рассматривает возможность строительства гипермаркета и ищет земельный участок.
- Компания «Прогноз» в этом году планирует начать экспансию на рынок Африки. В прошлом году компания разработала более пяти систем для Африканского банка развития, который в свою очередь, будет рекомендовать устанавливать правительствам африканских стран ПО разработки «Прогноза».
- ПАИЖК готовится увеличить уставный капитал на 300 млн. рублей. Эти деньги пойдут на ипотечные кредиты обманутым участникам долевого строительства.



# 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](http://www.p-fondy.ru)

## КОНТАКТНЫЕ ЛИЦА:

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР

тел. (342) 210-59-91, [edward@pfc.ru](mailto:edward@pfc.ru)

ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ПО РАБОТЕ С VIP-КЛИЕНТАМИ

тел. (342) 257-11-02, [rd@pfc.ru](mailto:rd@pfc.ru)

НАЧАЛЬНИК АНАЛИТИЧЕСКОГО ОТДЕЛА

тел. (342) 210-59-98, [tidivi@pfc.ru](mailto: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.