

ПРОГНОЗЫ

инвесторы также предпочитают воздержаться от активных покупок на рынке. Динамика цен на нефть также оказывает медвежью услугу российскому рынку. При этом в ближайшее время можно ожидать, что стоимость нефти продолжит снижаться, что окажет давление на акции российских компаний нефтегазового сектора и рынок в целом».

И даже оптимистично настроенный Максим Шеин предупреждает: «Надо помнить, что инвесторам, работающим на фондовом рынке, свойственен эмоциональный экстремизм, который выражается в ожидании еще большего падения в случае снижения котировок. Даже при наличии свободных денежных средств и осознывая недооцененность акций, инвесторы уверены, что смогут купить дешевле. Логика проста: лучше рискнуть и за месяц заработать 20%, чем за год 60%».

СТРАТЕГИЧЕСКИЕ НАПРАВЛЕНИЯ Говоря о том, акции каких российских компаний стоит покупать инвесторам, решившимся поставить на рост рынка, эксперты также далеки от единодушия.

«В случае возобновления спроса на российские активы со стороны крупных зарубежных инвесторов наилучшие перспективы роста рыночной стоимости, на наш взгляд, имеют акции компаний сырьевых секторов и в особенности нефтегазового сектора: планируемое с 2009 года снижение налогов на нефтедобывающие компании, по нашей оценке, способно повысить суммарную капитализацию нефтяных компаний примерно на \$100 млрд или примерно на 50% от текущей капитализации. В числе лидеров роста среди “голубых фишек”, вероятно, вновь будут акции ЛУКОЙЛа (целевая цена \$189,8 за акцию), „Роснефти“ (целевая цена \$19,2 за акцию), „Газпрома“ (целевая цена \$26,8 за акцию)», — считает Олег Соломин.

«Я думаю, что сейчас гораздо больше будет более или менее согласованное движение всех бумаг», — полагает Николай Подлевских. — И многое будет зависеть от того, как поведут себя цены на нефть. Пока мне кажется, что они будут отскакивать в район \$120 за баррель, и в этом акции всего нефтяного сектора и „Газпрома“ должны показывать ярко выраженный рост».

Андрей Зокин призывает присмотреться вообще ко всем российским компаниям, недооцененным по сравнению с западными аналогами. «Это прежде всего нефтегазовый сектор российской экономики, где такие компании, как ЛУКОЙЛ, торгуются с дисконтом порядка 50% к развивающимся рынкам, — говорит он. — В металлургическом секторе российской экономики НЛМК, „Евраз“, „Северсталь“ торгуются с 30–40-процентным дисконтом к развивающимся рынкам. Очень перспективна электроэнергетика — в этом секторе наши компании стоят на порядок дешевле, чем международные аналоги. С моей точки зрения, очень интересен инфраструктурный сектор, то есть компании, которые связаны со строительством: наметившийся в последние несколько лет бум в ряде секторов экономики будет способствовать росту их финансовых фундаментальных показателей».

«В условиях продолжающегося падения цен на нефть и тяжелой ситуации на международных кредитных рынках мы отдаем предпочтение компаниям, которые благодаря благоприятной конъюнктуре в своем секторе способны генерировать стабильно высокий денежный поток, — рассказывает Константин Комиссаров. — Это, в частности, производители минеральных удобрений, которые из-за дефицита предложения на рынке и взлета мировых цен на удобрения демонстрируют рекордную рентабельность и рост основных финансовых показателей в несколько раз. Так, рентабельность по EBITDA „Уралкалия“ за первое полугодие достигла 75%, а маржа по чистой прибыли превысила 57%. Учитывая, что львиную часть дохода российские производители удобрений получают от продажи продук-

ции на зарубежных рынках, компании сектора являются более привлекательными в свете последних тенденций, когда государство принимает жесткие меры по сдерживанию роста цен на продукцию на внутреннем рынке. Поэтому, даже если цена удобрений на российском рынке будет предполагать дисконт по отношению к экспортной цене, отечественные производители удобрений не сильно пострадают. Помимо производителей удобрений мы отдаем предпочтение компаниям из сектора черной металлургии, которые также демонстрируют солидный денежный поток вследствие роста цен на сталь и сырье, что дает компаниям ресурсы для дальнейшего развития за счет поглощений или развития новых проектов. Наличие значительного объема денежных средств создает возможность для более щедрой политики в адрес акционеров».

«Среди возможных стратегий игры на рынке можно выделить две. Первая, спекулятивная, состоит в том, чтобы покупать акции, которые испытали наибольшее падение. В первых рядах здесь как ни странно не банковские акции, а региональные телекомы, „Транснефть“ и только потом банки. Вторая стратегия ориентирована на длительный период, предусматривает акцент на акции компаний с самым большим потенциалом роста прибыли. Одна из отличительных черт этих компаний — это несырьевые предприятия, ориентированные на внутренний спрос. Например, инфраструктурные (строительство), сервисные, пищевые компании», — говорит Максим Шеин.

НА МЕЛИ Вслед за рынком акций рынок облигаций в июне—сентябре также испытал существенное снижение котировок — причем по всему спектру бумаг. Но если в провале третьего эшелона не было ничего удивительного в свете череды дефолтов, то резкий рост доходностей по бумагам второго и даже первого эшелонов стал для экспертов и участников рынка событием неожиданным, а потому вдвойне неприятным.

Олег Цецегов, портфельный менеджер УК «ВТБ Управление активами»: «Основная причина падения рынка в августе—начале сентября заключается в паническом бегстве иностранцев из российских активов в результате войны в Грузии и связанной с этим политической напряженности. Это вылилось в резкое падение рубля к валютной корзине ЦБ. На фоне риторики ЦБ об ужесточении кредитной политики в свете борьбы с инфляцией российские участники также стремились продавать облигации. В результате последние продажи приняли неуправляемый характер, обусловлены они, на наш взгляд, в основном административными решениями о принудительном закрытии позиций, которые не принимают в расчет объективную стоимость активов».

Официальных дефолтов за три с половиной месяца накопилось восемь. При этом три из них (1-е выпуски «Мострансавто» на 7,5 млрд руб., «Арбат энд Ко» на 1,5 млрд руб. и ГОТЭК на 0,55 млрд руб.) оказались лишь техническими: обязательства перед инвесторами хоть и с задержкой, но все же были исполнены. Однако пять дефолтов (1-й выпуск «Миннеско Новосибирск» на 0,5 млрд руб., 2-й выпуск ГОТЭК на 1,5 млрд руб., 1-й выпуск «АЛПИ-инвест» на 1,5 млрд руб., 1-й выпуск «СЗЛК-Финанс» на 1 млрд руб. и 3-й выпуск «Марта Финанс» на 2 млрд руб.) переросли в полноценные. Интересно, что по двум последним бумагам доходность в предефолтный период (июнь) превысила 1000% годовых.

Если добавить в печальный список еще и бумаги 1-го выпуска «Эйрюнион» на 1,5 млрд руб. (на момент сдачи номера дефолт не объявлен, но официально заявлено, что средств у компании нет, а дата погашения займа — 10 ноября 2008 года), то получим уже не восемь, а девять дефолтов на общую сумму 16 млрд руб. При этом шесть из них на общую сумму 6,5 млрд руб. стали или грозят стать полноценными.

Таким образом, лето 2008 года стало не только десятилетием дефолта-1998, но и отчасти повторением этих событий на корпоративном рынке. До этого за десять лет на рынке рублевых облигаций был только один дефолт, да и то он случился в июле 2004 года из-за отзыва Центробанком лицензии у ОАО КБ «Кредиттраст». Деятельность банка прекратилась, и последовал дефолт по 1-му выпуску облигаций на сумму 0,5 млрд руб. Лето 2008-го дало рост количества дефолтов на порядок, как по количеству эмитентов, так и по объему потерянных инвесторами средств.

Интересен при этом разброс нынешних «дефолтников» по отраслям: три эмитента — ритейлеры, два переработчика и экспортера леса, один авиаперевозчик, один занимается пассажирскими автоперевозками, один производитель упаковки. Ни банков, ни строителей нет. А значит, российский кризис все-таки не похож на американский. Это не системный провал, а всего лишь эволюция, когда в борьбе за выживание с рынка изгоняются слабые.

Тем не менее рост числа дефолтов и нежелание государства помогать всем компаниям с госучастием волнуют рынок. Владимир Малиновский, начальник отдела анализа рынка долговых инструментов ИБ «КИТ Финанс»: «Вокруг бумаг авиаперевозчика „Эйрюнион“ в августе обозначилась сложная ситуация. Факта, что в скором времени контроль над холдингом должен был перейти к государственной корпорации „Ростехнологии“, оказалось недостаточно, чтобы обеспечить его бесперебойную работу. Тем более что в настоящее время в СМИ упоминается вариант, при котором государство не захочет брать на себя обслуживание обязательств „Эйрюнион“, переведя активы группы на другое юрлицо либо обанкротив компанию. Если ситуация будет развиваться по такому сценарию, не исключено, что это заставит пересмотреть риски вложения во все облигации компаний с госучастием. И если раньше высокая долговая нагрузка зачастую оправдывалась тем, что компании будет предоставлена государственная помощь, не исключено, что инвесторы в будущем не станут принимать этот фактор в расчет, что приведет к переоценке справедливой доходности облигаций таких эмитентов».

ОСЕННИЙ ОТСКОК Тем не менее аналитики полагают, что даже на пикирующем рынке частный инвестор может найти свой интерес. Фундаментально цены российских облигаций должны находиться существенно выше текущих уровней.

Кроме того, основной пик продаж рублевых активов нерезидентов, судя по всему, прошел. В пользу этого предположения говорит стабилизация спроса на валютном рынке. К тому же на октябрь традиционно приходится пик продаж валюты экспортерами. Три месяца назад мировые цены на нефть достигли исторического максимума, а значит, валюты в октябре от экспортеров должно прийти много.

Эти факторы, по мнению экспертов, должны добавить на рынок рублевого долга необходимую ликвидность. Впрочем, помешать росту котировок могут размещения, запланированные на сентябрь. Во время летнего кризиса объем корпоративных размещений упал вчетверо: с 83,6 млрд руб. в июне до 28,1 млрд руб. в августе. Навес зарегистрированных ФСФР, но отложенных эмитентами размещений составляет 57 млрд руб. плюс 34 млрд руб., изначально запланированных на сентябрь. Вопрос о том, будут компании и дальше откладывать размещения либо все же решатся на них при улучшении ситуации в октябре, вызывает споры аналитиков.

Александр Варюшкин, портфельный управляющий УК «Альфа-капитал»: «В ближайшее время могут разместиться только, наверное, квазигосударственные компании, так или иначе связанные с государственным капиталом. Именно эти бумаги обладают на сегодня наиболее сильной ликвидностью. Однако их доходность

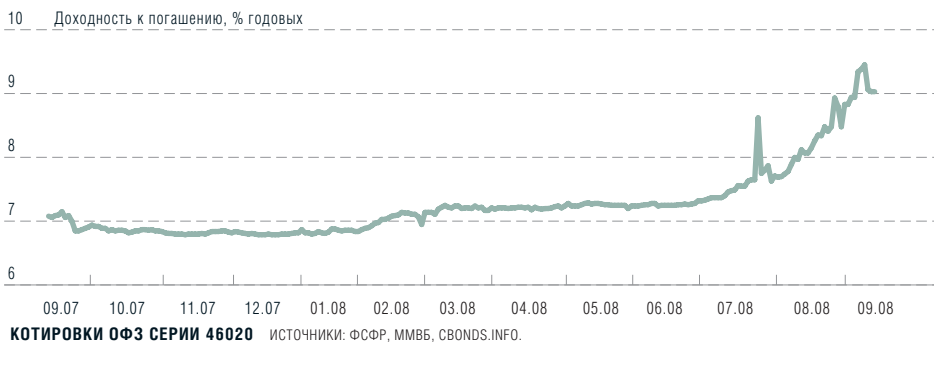
не слишком высока по сравнению с облигациями второго и третьего эшелонов. Поэтому покупка облигаций компаний с государственным капиталом будет интересна только при наличной серьезной премии.

Советовал бы частным инвесторам не гоняться за „первичкой“, а обратить внимание на финансовый сектор, особенно на короткие облигации. Единственная проблема, которая может возникнуть у наших банков, — они, возможно, не смогут рефинансировать свои кредиты. Именно из-за этих страхов котировки облигаций банков начали снижаться еще прошлой осенью. Но страхи эти необоснованны: российские монетарные власти поддерживали банковскую ликвидность, и действия их были более чем эффективными. По соотношению цена/доходность облигации финансового сектора выглядят сегодня наиболее привлекательно».

Иван Гуминов, ведущий портфельный менеджер УК «РОН Инвест»: «Считаю, что в конце сентября наступит „дно“ рынка и бумаги, купленные в этот период, покажут хороший финансовый результат на горизонте трех-шести месяцев. Наибольшим потенциалом обладают облигации, которые будут размещаться в сентябре. Например, произойдет размещение облигаций ЧТЗ. Как ожидается, доходность составит более 12% к годовой оферте (в то время как облигации ближайшего аналога — ТМК — торгуются по доходности ниже 10% годовых). Кроме того, вероятно, будут назначены аукционы по размещению облигаций „Роснефти“ и „Газпромнефти“. Облигации, уже находящиеся на рынке, будут находиться под давлением новых размещений. Тем не менее можно выделить облигации „Руснефти“ с доходностью около 30% годовых к оферте в декабре. Ввиду снизившихся политических рисков такая доходность выглядит привлекательной. Также долгосрочным участникам можно обратить внимание на ОФЗ и облигации Москвы — при возврате консервативных капиталов на рынок именно они дадут максимальный прирост, а вероятность дальнейших продаж низка, поскольку краткосрочные спекулянты уже вышли из этих бумаг».

Роман Тихонов, аналитик ИГ «Универ»: «Мы считаем, что в данной ситуации интересными являются ликвидные ОФЗ, например, 20-летние. Особую привлекательность им добавляет то, что государство планирует размещать средства фонда национального благосостояния в российский долговой рынок. Что же касается корпоративных бумаг, мы рекомендуем инвесторам покупать облигации с короткой дюрацией и высоким кредитным качеством. Например, считаем интересным 2-й выпуск „ЛСР-инвест“. Кредитное качество этого девелопера достаточно высокое, а доходность составляет 14,1%, что выглядит привлекательно с учетом перспектив включения данной бумаги в список репо. Среди значимых эмитентов, планирующих выпуск облигаций, стоит выделить „Роснефть“. Компания должна разместить три выпуска на общую сумму 45 млрд руб. Несмотря на высокое кредитное качество эмитента, мы считаем, что данная бумага не очень интересна для инвесторов в связи с длинной дюрацией и возможностью найти на рынке более привлекательные условия».

Олег Цецегов: «Наибольшим потенциалом роста, на наш взгляд, обладают длинные бумаги первого-второго эшелонов — облигации АИЖК, субъектов федерации, ГидроОГК и т. п. с доходностью 11–13% годовых. Мы считаем, что к концу года политические риски снимутся, а сильные макроэкономические данные изменят к лучшему негативный настрой, по крайней мере, в качественных облигациях. На горизонте до полугода наши рекомендации зависят от консервативности портфеля конкретного инвестора. Так, длинные бумаги можно посоветовать тем, кто готов к повышенной волатильности счета, поскольку траекторию движения рынка в ближайшие месяц-два предсказать довольно сложно. Для консервативных инвесторов можно порекомендовать более низкую дюрацию». ■



ПРОГНОЗЫ

