брокер

Рыночная переоценка

рынок акций

По мнению экспертов, этой весной российский рынок акций должен хоть немного отыграть неудачи 2004 года. Однако сделать это будет непросто.

Шаткое равновесие

Несмотря на наличие у России всех трех инвестиционных рейтингов, понятно, что деньги западных пенсионных и страховых фондов в больших объемах на наш рынок в ближайшее время не придут — для принятия такого рода решений нужно по меньшей мере время. Однако российские инвесторы надеются на то, что рано или поздно это произойдет, поэтому избавляться от своих активов начинают только в крайних случаях. Тем не менее такого безудержного ралли на рынке акций, как в прошлом году, ждать не стоит.

При том что рынок достаточно сильный, назвать его «легким на подъем» можно лишь с существенными оговорками. Алексей Логвин, аналитик ИК «Интерфинтрейд»: «Мы полагаем, что 2005 год продолжит тенденцию перехода рынка к несколько иной модели роста, нежели наблюдалась в предыдущие годы. На смену росту рынка, во много раз опережающему по своим темпам рост экономики и обязанному лишь восстановлению нарушенных в результате кризиса 1998 года справедливых уровней цен, придет рост, в значительно большей степени определяющийся реальным положением дел в экономике страны. Кроме того, велики шансы изменения распределения предпочтений инвесторов по секторам рынка. Основное внимание будет оказано не нефтяному сектору, а металлургическому и, возможно, машиностроительному. Определенные шансы на рост сохраняют и бумаги сотовых операторов».

Вместе с тем существует опасность, что даже этот спокойный рост еще до конца февраля может быть прерван коррекцией (возможно, это уже случилось на прошлой неделе, пока этот выпуск «„Ъ“-Брокера» печатался в Финляндии). Причина, как ни странно, в столь радостном для рынка событии, как получение Россией рейтинга S&P инвестиционного уровня. Руслан Буслов, управляющий портфелем УК «Паллада эсет менеджмент»: «Если раньше при появлении негативных новостей рынок поддерживался ожиданиями последнего инвестиционного рейтинга от самого консервативного агентства, которые каждый раз выходили на первый план после отыгрывания негатива, то теперь сам факт присвоения рейтинга убрал долгосрочную поддержку рынка. Другие идеи для роста существуют пока лишь на уровне обещаний».

Основным же негативным фактором для рынка по-прежнему остается политический. Причем инвесторы уже готовы едва ли не на огосударствление экономики. Многие участники рынка уже согласились с появлением единственного легитимного олигарха — государства. Главное для них — предсказуемое поведение этого гигантского игрока и стабильность выбранного курса. Так, аналитики ИК «Проспект» в своих разработках отмечают: «В 2005 году мы ожидаем усиления влияния центральной власти на бизнес. Несмотря на то что определенные действия правительства выглядят сугубо негативными с точки зрения инвестиционного климата, в долгосрочной перспективе они могут иметь и определенный позитивный эффект для притока иностранного капитала в Россию. Поскольку сама по себе та или иная степень огосударствленности экономики и бизнеса обычно не является препятствием для притока иностранных инвестиций (например, это показывает опыт Китая), а более важное значение имеет именно ясность и прозрачность „правил игры“ в бизнесе, долгосрочный эффект вполне может иметь позитивные черты».

Александр Виноградов, начальник отдела стратегического анализа «АВК-Аналитика»: «Наиболее стабильный рост, по нашему мнению, могут показать акции компаний, имеющих хорошие финансовые результаты и свободных от политических рисков. К ихчислу относятся ЛУКОЙЛ, „Сургутнефтегаз“, Сбербанк РФ. Из-за того что участники рынка опасаются возможных налоговых претензий, высокую волатильность будут демонстрировать акции ГМК „Норильский никель“, однако в случае, если не появится новых оснований для таких опасений, они могут показать наибольший рост среди российских „голубых фишек“».

Монополии вне игры

Как ни странно, этот благосклонный настрой игроков по



отношению к бумагам близких к государству компаний не коснулся акций «Газпрома». Достаточно упомянуть, что на фоне общего роста рынка после присвоения рейтинга S&P они падали. Тем не менее эти акции наступающей весной могут приятно удивить или разочаровать инвесторов. Юрий Морогов, начальник управления портфельных инвестиций банка «Петрокоммерц»: «Есть несколько ключевых факторов, которые в ближайшей перспективе будут оказывать влияние на настрой рынка. Это прежде всего либерализация рынка акций „Газпрома“».

Именно эта инвестиционная идея, которая в течение долгого времени подогревала акции газового монополиста и рынок в целом, сейчас перестала работать. Инвесторы устали ждать, и любая отсрочка в процессе либерализации крайне негативно сказывается на рынке. Кроме того, события прошедшего декабря ясности ситуации не добавили. Аналитики Росбанка отмечают: «В течение 2004 года стоимость акций „Газпрома“ на внутреннем и внешнем рынке сблизилась настолько, что та ценовая разница, которая существует сегодня, уже не способна стать стимулом к существенному росту всего рынка, даже если решение о снятии торговых ограничений будет принято в 2005 году. Историческая важность этого события была девальвирована действиями, происходившими вокруг и с участием „Газпрома“ в декабре (события вокруг сделки по покупке „Газпромом“ компании „Роснефть“.— **„Ъ“-Брокер**»). Даже если решение о либерализации будет принято, оно уже не будет восприниматься как сигнал к активизации иностранных инвесторов на российском рынке. А ведь именно в надежде на спрос со стороны иностранцев рублевые котировки „Газпрома“ росли в течение 2004 года».

Тем не менее, несмотря на приведенные выше соображения, полностью похоронить возможность игры на акциях столь крупной компании многим игрокам, по-видимому, кажется кощунственным. Кроме того, вне зависимости от декабрьских событий «Газпром» остается самой крупной газовой компанией в мире. Скотт Семет, начальник отдела анализа акций МДМ-банка: «Мы ожидаем, что после либерализации рынка акций многие фонды откроют или увеличат свои вложения в акции „Газпрома“. Либерализация должна привести к росту доли „Газпрома“ в индексе MSCI Russia с мизерных 3,7% приблизительно до 20%. Это может также оказать поддержку всему рынку в целом».

Еще одна инвестиционная идея прошедшего года, которая исчерпала себя в нынешнем году,— реформирование РАО ЕЭС. Аналитики ИК «Проспект»: «В целом мы склоняемся к мнению, что в 2005 году динамика электроэнергетического сектора будет следовать общерыночным настроениям и не охарактеризуется наличием ярко выраженной тенденции». Шансы на ускорение темпов реформы энергетики рынок оценивает как достаточно низкие. Алексей Логвин: «Бумаги РАО ЕЭС и региональных энергосистем могут в 2005 году оказаться в числе аутсайдеров рынка. Основную опасность здесь создает возможность продажи пакетов, находящихся в руках некоторых из стратегических инвесторов, что может вызвать обвал цен, по крайней мере сравнимый с наблюдавшимся в начале декабря 2004 года. Опасность потери ликвидности бумагами АО-энерго при начавшемся выделении из их состава генерирующих и распределительных компаний является фактором, заставляющим весьма осторожно оценивать перспективы этих акций и, как правило, не рекомендовать их к среднесрочной покупке».

Не стоит категорично утверждать, что все энергетические компании неинтересны для покупки. Некоторые крупные стратеги продолжают наращивать пакеты интересующих их АО-энерго в благоприятные для покупки периоды. Однако частному инвестору против монстров финансового рынка играть сложно.

Кроме того, в процессе реформирования возможность адекватной оценки акций частными инвесторами затрудняется. Аналитики Росбанка: «Пока происходит лишь реорганизация, активы холдинга переводятся на баланс стопроцентных дочерних компаний, РАО теряет единый финансовый центр. Появляется еще одна промежуточная ступень управления на уровне руководства „дочек“. По мере того как РАО будет передавать активы дочерним компаниям, которые не имеют биржевого листинга, инвесторам будет сложнее оценивать эффективность гигантского холдинга. До сих пор это удавалось сделать хотя бы в части оценки генерирующей составляющей РАО через оценку ГРЭС и АО-энерго, но в 2005 году будет утеряна и эта возможность (дочерние АО-энерго также находятся в процессе реструктуризации, и вряд ли многие компании, образованные на их основе, будут иметь биржевой листинг)».

В погоне за дивидендами

Весна — это время закрытия реестров перед годовыми собраниями акционеров и, следовательно, покупки акций для получения дивидендов. Наиболее консервативные инвесторы уже сейчас могут начать осторожную покупку интересующих их предприятий. Однако в текущем году набор потенциально интересных для покупки акций может измениться.

Аналитики Росбанка: «Скорее всего, с 2005 года изменится дивидендная политика государственных компаний, на которые по итогам 2003 года (без учета Сбербанка и „Аэрофлота“) пришлось более 13% выплаченных крупнейшими российскими компаниями дивидендов. Связано это прежде всего с необходимостью сдерживания тарифов естественных монополий, ведь задача снижения инфляции в 2004 году выполнена не была. В то же время повышение тарифов — единственная возможность государства найти средства для развития этих компаний. При этом выплата дивидендов в пользу основного акционера — государства — это фактически лишение монополистов этих средств. Подобная проблема впервые встала в 2004 году в отношении „Транснефти“, но, скорее всего, в 2005 году она станет актуальной в отношении и „Газпрома“, и РАО ЕЭС, и даже „Ростелекома“. Мы не предполагаем, что дивиденды вообще не будут выплачены, однако их размер может быть снижен вдвоевтрое по сравнению с прошлым годом. Тем не менее, еще раз отмечая 30-процентный рост сальдированной прибыли по итогам лишь десяти месяцев 2004 года, даже резкое сокращение объема дивидендов госкомпаний не приведет к сокращению дивидендных выплат 15 крупнейшими компаниями страны. В самом худшем варианте — если госкомпании вообще лишат акционеров дивидендов — их невыплаченные дивиденды могут быть компенсированы за счет дивидендов от 30-процентного роста прибыли остальных компаний». Станислав Клещев, аналитик ИК «Файненшл Бридж»: «Консервативным инвесторам можно посоветовать привилегированные акции „Дальсвязи“ (дивидендная доходность 12,8%), „Ростелекома“ (10%), „Башинформсвязи“ (9%), АвтоВАЗа (не менее 12,5%)».

ОЛЬГА БУЯНОВА

Российский долг вышел в высшую лигу

большая политика

(Окончание. Начало на стр. 25)

Но так или иначе, событие состоялось. Россия вошла в число стран, имеющих рейтинги инвестиционного уровня от всех трех международных агентств. А это значит, что на рынок российского долга могут прийти деньги институциональных западных инвесторов. Естественно, что в первую очередь эти деньги пойдут на рынок суверенных евробондов — именно способность расплатиться по ним и характеризуют рейтинги. Однако и другим сегментам российского рынка должно перепасть. Весь вопрос в том, когда и куда именно пойдут эти деньги.

Играют все

На первый вопрос «когда» едва ли можно дать однозначный ответ. Дело в том, что приход на рынок стратегических инвесторов и рост цен на нем — события, которые могут разделяться значительными временными промежутками. Пока ясно одно — скорого прихода институциональных инвесторов ждать не стоит.

Аналитики Райффайзенбанка отмечают: «Рейтинг от S&P ставит Россию в класс стран с инвестиционным рейтингом от всех трех ведущих рейтинговых агентств. Это дает основание консервативным инвесторам, которые могут инвестировать только в активы с инвестиционным рейтингом (некоторые американские пенсионные фонды, часть континентальных инвесторов), покупать российские бумаги. Притока средств от этого класса инвесторов можно ожидать в течение ближайшего полугода, так как по техническим причинам (утверждение лимитов) быстрый приход таких инвесторов в новый класс активов невозможен».

Другое дело — спекулянты и высокорискованные хеджевые фонды. Строго говоря, для них наличие рейтингов инвестиционного уровня для покупки соответствующих активов обязательным условием не является. Однако наличие у страны такого рейтинга может подтолкнуть их к игре на повышение в расчете на приход стратегических игроков. Что они, собственно, и продемонстрировали, раскрутив в начале февраля все российские фондовые индексы. Но это первая реакция и уже пройденный этап. Теперь главное для инвестора — оценить, что будет с рынком дальше.

Прежде всего стоит отметить, что если институциональные западные инвесторы действительно придут на рынок российского суверенного долга, рост произойдет на всех сегментах отечественного фондового рынка. Механизмов перераспределения средств здесь по большому счету два.

Первый тривиален. Крупные инвесторы сбивают доходность на рынке суверенного долга, и хеджевые фонды, ориентированные на более высокодоходные вложения и определенные лимиты на вложения в российские активы, начинают вытесняться на рынок рублевых облигаций и акций. Ярослав Лисоволик, главный экономист Объединенной финансовой группы: «Рост базы инвесторов означает, что спрос на российские активы будет расти на мировых финансовых рынках, что должно благоприятно отразиться на снижении волатильности фондового рынка в России».

Второй механизм более сложен. Он основан на том, что рост инвестиций, пусть даже и спекулятивный, снижает стоимость заимствований для российских компаний, что способствует повышению эффективности их бизнеса, а следовательно, и росту капитализации. Евгений Гавриленков, главный экономист компании «Тройка Диалог»: «Приход западных инвестиций, конкуренция за эти инвестиции напрямую влияют на повышение производительности предприятий. Повышение конкурентности, естественно, ведет к повышению эффективности. Кроме того, инвестиции могут привнести с собой и другую культуру, прежде всего корпоративную».

Аналитики Райффайзенбанка: «Присвоение инвестиционного рейтинга России понижает как страновую безрисковую ставку, используемую в оценке справедливой стоимости компаний, так и стоимость корпоративных заимствований. Таким образом, снижается средневзвешенная стоимость капитала и повышается стоимость компаний, особенно тех, у которых достаточно высокий уровень долга. В среднем по российским blue chips понижение безрисковой ставки на 1% влечет за собой повышение их справедливой стоимости на 5–6%».

Впрочем, имеются и более пессимистичные точки зрения. Андрей Стоянов, заместитель начальника отдела анализа рынка акций Росбанка: «Рост интереса консервативных глобальных инвестиционных фондов к российским акциям возможен лишь в том случае, если в составе глобальных фондовых индексов, на которые и ориентируются эти фонды, доля российских компаний вырастет (в частности, в составе MSCI Emerging Markets Equity Index). Однако эта доля не может измениться административным путем — для этого необходимо, чтобы выросла капитализация российских компаний относительно других развивающихся рынков. Кроме того, состав индекса пересматривается лишь два раза в год, и следующая ревизия должна состояться в мае. Говорить же об увеличении прямых инвестиций пока не приходится — рейтинг не является главной оценкой их рискованности. Переоценки этого риска не предвидится, поскольку государство не собирается сдавать своих монопольных позиций не только в уже не самом привлекательном сырьевом секторе, но и там, где укрепление рубля могло бы принести значительную выгоду,— в телекоммуникациях и энергетике».

Отметим, что такая позиция государства в сложившихся условиях может стоить рынку намного больше, чем раньше. Ярослав Лисоволик: «Получение инвестиционного рейтинга помимо всего прочего означает, что России есть что терять. С ростом интеграции российского фондового рынка в мировую финансовую систему зависимость российской экономики от соблюдения стандартов корпоративного управления, от качества макроэкономической политики также будет расти. Можно сказать, что теперь необдуманные политические действия будут стоить дороже». Таким образом, получается, что своим решением S&P еще более усилило уровень политических рисков, за которым это агентство так тщательно следило.

ИВАН КОЗЛОВ

Более подробно о перспективах российского рынка акций см. стр. 27, рынка облигаций — стр. 32.

Рост по отрасли

межвидовая конкуренция

Нынешний год вполне может стать годом акций второго эшелона (см. стр. 27). Поэтому „Ъ“ решил составить средний по отраслям промышленности рейтинг привлекательности акций соответствующих предприятий.

По оценкам экспертов, одна из наиболее перспективных отраслей в ближайшие полгода — транспортная — вызывает интерес в силу того, что государство заинтересовано в развитии данной инфраструктуры. Кроме того, повышение тарифов на перевозки позволяет компаниям увеличить прибыль. Эксперты надеются, что это сможет привлечь и существенные прямые инвестиции, и спекулятивные деньги. Эрик Крауз, главный экономист Sovlink Securities: «К сожалению, больший пакет прямых инвестиций получат малоторгуемые компании (за исключением разве что „Транснефти“). Кроме „Транснефти“ это будут порты и железные дороги, которые серьезно на фондовом рынке не представлены. На портфельные инвестиции могут рассчитывать наиболее ликвидные предприятия, которые позволят инвесторам получать хоть какую-то информацию о себе. Например, такие предприятия, как „Новошип“ и Новороссийское морское пароходство, малоликвидны и отличаются низкой прозрачностью».

Оценка относительного потенциала роста акций второго эшелона по отраслям промышленности в первом полугодии 2005 года (по десятибалльной шкале)

Номер	Отрасль	Компания, давшая оценку							Усредненная оценка экспертов
		«Центринвест Секьюритис»	МДМ-банк	«Антанта-Капитал»	«Энергокапитал»	«Проспект»	«Олма»	Балтийское финансовое агентство	
1	Химическая промышленность	6	7	9	5	6	8	8	7
2	Транспортная отрасль (включая трубопроводы)	8	6	3	8	—	7	10	7
3	Нефтяная и газовая промышленности	6	7	6	8	4	7	10	6,86
4	Нефтехимия	5	7	6	8	6	7	8	6,71
5	Авиация и оборонно-промышленный комплекс	4	6	7	7	6	8	9	6,71
6	Машиностроение	7	5	10	6	—	7	3	6,33
7	Цветная металлургия	5	7	5	8	8	7	4	6,29
8	Связь и телекоммуникации	5	4	5	9	6	6	9	6,29
9	Электроэнергетика	8	6	3	6	6	7	5	5,86
10	Черная металлургия	5	6	5	5	6	8	4	5,57
11	Торговля	5	3	4	8	—	6	7	5,5
12	Пищевая промышленность	5	4	4	8	—	7	2	5
13	Финансовая деятельность (банки)	6	4	7	6	—	4	2	4,83
14	Строительство (включая строительные материалы)	7	—	2	—	—	5	1	3,75
15	Легкая промышленность	3	—	1	7	—	3	3	3,4
16	Угольная промышленность	5	—	2	1	—	4	2	2,8

Тем не менее акции отдельных предприятий этой отрасли вызывают интерес инвестиционных компаний. Роман Андреев, вице-президент «Центринвест Секьюритис»: «Мурманское морское пароходство является самым недооцененным из пароходств по всем финансовым коэффициентам. В 2004 году компания значительно повысила свою рентабельность. Фактически ММП занимает монопольное положение на Северном морском пути, а в его управлении находится государственный атомный ледокольный флот. Крупнейшие сырьевые компании России — ЛУКОЙЛ, „Роснефть“, „Норильский никель“, „Газпром“ — наращивают грузооборот через Северный морской путь, и это значительно повышает роль пароходства в транспортировке их грузов».

Еще один лидер нашего рейтинга — химическая промышленность — вызывает интерес экспертов из-за прогнозируемого расширения доли развивающихся стран на мировом рынке минеральных удобрений и роста цен на отдельные виды удобрений. Владимир Детинич, начальник аналитического отдела ИГ «Олма»: «Учитывая финансовые показатели компаний, предпочтительнее выглядят „Невинномысский азот“ и „Аммофос“. „Невинномысский азот“ входит в компанию „Еврохим“, занимающую одно из ведущих мест в России и Европе по производству минеральных удобрений. Череповецкое ОАО „Аммофос“ — один из лидеров среди российских производителей фосфорных минеральных удобрений».

Следует отметить, что устойчивые рекомендации на покупку акций этих компаний далеко не новость на финансовом рынке. Однако есть один фактор, осложняющий долгосрочные инвестиции в данные бумаги. Майкл Бобошко, начальник аналитического отдела Sovlink Securities: «Предприятия химической отрасли достаточно сложны для фундаментального анализа, у них очень диверсифицированная и специфическая номенклатура. Сложно установить корреляцию между объемами товарной продукции предприятия и его выручкой, так как большая часть произведенной продукции остается в рамках производственного процесса для дальнейшей переработки. Следовательно, и предприятия в целом довольно сложно проанализировать человеку, не разбирающемуся профессионально в данной отрасли промышленности». Правда, во время бума спекулятивных инвестиций о подробном фундаментальном анализе многие инвесторы забывают.

Стоит заметить, что лидер роста прошлого года — металлургия переместилась на второй план. Наталья Одинцова, начальник аналитического отдела ИК «Проспект»: «Многие предприятия этой отрасли уже показали хорошие темпы роста в прошедшем году, поэтому такого спроса почти на все бумаги сектора, как был, ожидать не стоит. Кроме того, цены на сталь хоть и сохранятся на высоком уровне, все-таки не покажут таких рекордов, как в прошлом году». Чуть лучше, чем к черной, аналитики относятся к перспективам цветной металлургии. Ведь цены на медь, никель и платину, по прогнозам, падать не собираются, а на уран только растут, поэтому потенциал роста у некоторых предприятий (например, «ВСМПО-Ависма») еще остался.

Одна из самых интересных отраслей прошедшего года — электроэнергетика — стала чуть ли не самой непривлекательной. Денис Матафонов, начальник аналитического отдела компании «Антанта-Капитал»: «Электроэнергетика в этом году будет одним из аутсайдеров рынка. Это связано с технической стороной проводимой реформы — при разделении 52 АО-энерго, которое будет происходить в этом и частично в следующем годах, возникают периоды неликвидности бумаг, длительностью до полугода, что неприемлемо для портфельных инвесторов. Серьезные опасения вызывает затягивание правительством решения принципиального вопроса относительно приватизации ОГК — складывается впечатление, что кабинет Фрадкова не решается отдать госдолю в генерации, а конкуренцию будут насаждать регулятивными методами».

Акции предприятий угольной промышленности (даже если инвестор и умудрится найти на рынке эти редкие бумаги) покупать, по мнению экспертов, также не стоит. Иван Воробьев, ведущий аналитик Балтийского финансового агентства: «Рентабельность бизнеса как была близка к нулю, так и осталась на очень низком уровне. Интерес к этому сектору у инвесторов практически отсутствует».

В заключение отметим, что к оценкам экспертов, приведенным в нашей таблице, надо относиться с некоторой осторожностью. Ведь в любой самой перспективной отрасли есть свои аутсайдеры, а в самой неприглядной — интересные инвестиционные идеи.

ОЛЬГА БУЯНОВА

ДИЛИНГОВЫЙ ЦЕНТР «АКМОС ТРЕЙД»
НАМ 10 ЛЕТ
10 лет, не замечая кризисов и дефолтов, предоставляем доступ к рынку FOREX
круглосуточно данные, новости, сделки on-line
• Депозит от $2000 • Дилинговый зал - бесплатно!
• Спред от 3 пипсов • Безопасный доступ через Интернет
• Комиссия - 0% • Бесплатные тренировочные счета
• Обучение
ТОЛЬКО У НАС
ФИНАНСОВАЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ЗАСТРАХОВАНА
www.akmos.ru т/ф: (095) 232-3365

