

ИНВЕСТИЦИИ

Недооцененный Китай

— глобальные рынки —

Несмотря на нисходящий тренд в котировках и риски делистинга, акции китайских компаний остаются интересными для инвесторов и в долгосрочной перспективе могут принести хорошую прибыль.

Китайский фондовый рынок, опираясь на потенциал развития экономики, до февраля 2021 года рос весьма впечатляющими темпами. Однако отказ властей страны от пандемийного стимулирования бизнеса и ужесточение антимонопольного регулирования технологических гигантов привели к существенному падению котировок акций многих компаний. В минус сработала и очередная конфронтация Китая с США, грозящая делистингом ценных бумаг Поднебесной на американских биржах.

Эксперты отмечают, что традиционно внимание инвесторов было сосредоточено на акциях крупных китайских эмитентов: Alibaba, JD.com, Baidu, Tencent Holdings и других. Произшедшие в начале года события привели к тому, что компания Alibaba была оштрафована за нарушение антимонопольного законодательства, Tencent временно приостанавливала регистрацию новых пользователей сети WeChat. Компании, занимающиеся онлайн-образованием, пострадали настолько значимо, что этот сектор может и вовсе не восстановиться. В целом за последние месяцы популярность акций китайских компаний у инвесторов снизилась на 30%. Тем не менее, считают консультанты фондового рынка, отрицательный тренд в котировках и оценка по мультипликаторам свидетельствуют о недооцененности ценных бумаг компаний KНР, в том числе по отношению к схожим эмитентам из США и других стран.

Восточные особенности

Ключевой особенностью большинства китайских компаний является ведение деятельности исключительно внутри страны, напоминает директор аналитического департамента «Фридом Финанс» Вадим Меркулов. Таким образом, инвесторы несут большую долю риска, а оценки компаний учитывают страновой риск, который имеется по сравнению со многими западными компаниями, деятельность которых может распространяться на несколько континентов и стран. Еще одной особенностью является премия за риск действий регуляторов, которая особенно проявила себя за последний год. «Политические факторы играют большую роль, по сравнению с западными рынками, из-за статуса правящей коммунистической партии. Таким образом, ряд регуляторных решений (штрафы, санкции, ограничения) принимаются быс-

стрее и решительней, зачастую без судебных разбирательств, в отличие от западных юрисдикций. Также инвесторам стоит учитывать форму структуры китайских компаний VIE (variable interest entity) — предприятий с переменной долей участия, которая была создана в обход запрета участия иностранцев в доле китайского бизнеса. Она подразумевает наличие компании-посредника между китайской компанией и публичной компанией на американской бирже, зарегистрированной в офшорной зоне», — отмечает эксперт.

Китайские власти в настоящее время стремятся усилить контроль за деятельностью IT-компаний, ужесточить требования и контроль за листингом компаний, бумаги которых обращаются на иностранных биржах, а также увеличить социальную ответственность и требования к минимальной оплате труда сотрудников, комментирует ситуацию портфельный управляющий УК «Альфа-Капитал» Марк Доникиан. По его словам, смена политики, прежде всего, завязана на изменение структуры экономики Китая. Ключевыми драйверами экономики страны в последние 30 лет являлись экспорт, строительство инфраструктуры и рост внутреннего потребления. На фоне деглобализации и роста масштабов китайской экономики первые два драйвера начали ослабевать, и власти решили сделать акцент на росте внутреннего потребления, которое подразумевает рост среднего класса и укрепление социальной защищенности работников.

С потенциалом на будущее

Вопрос, которым задаются многие инвесторы: стоит ли покупать китайские акции сейчас? Эксперты считают, что стоит, но в относительно ограниченном объеме, предупреждая возможные риски. В долгосрочной же перспективе ценные бумаги Китая, полагают специалисты, могут принести очень хорошую прибыль.

Как отмечает начальник отдела аналитики и продвижения «БКС Мир инвестиций» Оксана Холоденко, инвестировать в китайские бумаги лучше через американские площадки или на «СПБ Бирже». Отдавать предпочтение стоит акциям компаний с капитализацией свыше \$20 млрд. С покупкой бумаг предприятий относительно невысокой капитализации сопряжены повышенные риски. «Некоторые компании, разместившиеся на американских биржах, имеют непрозрачную структуру отчетности. Другие провели размещение бумаг на рынке США с целью вывода средств топ-менеджеров за пределы КНР. Иногда под вопросом права собственности на активы предприятия. Такие предприятия с большой долей вероятности могут попасть

под процедуру делистинга. В целом вероятность более глубокой коррекции как китайского, так и американского рынка достаточно высока. Индекс Shanghai Composite может опуститься в район 3450–3400 пунктов. Тем не менее, — считает эксперт, — есть позитивный долгосрочный взгляд на бумаги Alibaba, платформы для оказания услуг на рынке недвижимости KE Holdings, сети ресторанов быстрого питания Yum China Holdings. В перспективе пяти лет по ним вполне вероятен рост прибыли на акцию свыше 10% в среднем в год. Бумаги интересны на текущих уровнях. В среднесрочной перспективе они могут вырасти на 10–15%.

Инвестиционный консультант ФГ «Финам» Дмитрий Мороз напоминает, что совсем недавно международная инвестиционная компания BlackRock создала фонд, инвестирующий в Китай, и привлекла более \$1 млрд. Однако Джордж Сорос также инвестиции назвал чудовищной ошибкой. Поэтому, чтобы принять взвешенное решение, инвесторам нужно оценить риски делистинга, потенциал дальнейшего ужесточения регулирования и возможность разрешения разногласий США и Китая. «И в этом отношении нас ждут хорошие новости. В Китае вышел проект правил регулирования хранения информации, который получил позитивные отзывы, бизнес оценил его как „понятный“, что, безусловно, положительно сказалось на котировках китайских компаний. Вторым положительным аргументом являются намерения лидеров США и Китая провести виртуальный саммит до конца года. Возможное снижение напряженности между странами дает основания предположить, что риски делистинга также сокращаются. Я убежден, что фондовый рынок последует за ростом ВВП страны и в долгосрочной перспективе эти инвестиции принесут хорошую доходность. Последовать ли примеру BlackRock или прислушаться к словам Джорджа Сороса — каждому инвестору решать самостоятельно», — считает эксперт.

Как отмечает Вадим Меркулов, на данный момент акции китайских компаний отскочили от рекордно низких отметок на фоне возможности возникновения позитивной риторики на геополитическом уровне. «Мы можем рекомендовать инвесторам с высоким аппетитом к риску начинать набирать позиции в китайских акциях, учитывая риски продолжения негативной регуляторной риторики, а также уменьшение целевых отметок ряда компаний. В связи с перечнем особенностей китайских компаний мы не советуем иметь долю более 5–15% от общего портфеля. Мы не снимаем риски делистинга некоторых китайских компаний с американских бирж, которые связаны с проверкой аудиторских фирм, расположенных в иностранных юрисдикциях, в частности в Китае. Для долгосрочных инвесторов мы рекомендуем усреднять позиции в портфеле с учетом вероятности дальнейших провалов. На горизонте года мы видим потенциал портфеля в 35% и более в акциях китайских компаний, который объясняется будущим уменьшением регуляторного давления и сохранением высоких двузначных темпов роста большинства бизнесов», — делает выводы представитель «Фридом Финанс».

Артем Алданов



Китайский фондовый рынок, опираясь на потенциал развития экономики, до февраля 2021 года рос весьма впечатляющими темпами

Вклад в будущее

— тенденции —

В его активах, превышающих \$93 млн, — социальные сети, компании в сферах развлечений, производства одежды, продуктов питания, здоровья, фитнеса, путешествий, образования, недвижимости. В частности, в портфеле MILN находятся бумаги PayPal, Apple, Facebook, Amazon, eBay, Spotify, Square.

Финансовый аналитик TradingView, Inc. Игорь Кучма первым делом советует обратить внимание на высококачественные растущие компании, которые по той или иной причине недооценены на рынке. Сделать это в условиях перегретости рынка — что найти иголку в стоге сена, но «сложно — не значит невозможно». Помимо оценки будущих перспектив, компании стоит проанализировать соотношение коэффициентов, а именно P/E (Price / Earnings или цена / прибыль), P/CF (Price per Share / Cash Flow или отношение капитализации предприятия к свободному денежному потоку), P/SR (Price / Sales Ratio или отношение капитализации компании к ее выручке) и сравнить их с общими показателями по сектору.

Альтернативой для тех, кто не готов вкладываться в новые направления и игроков, может стать равнение на лидеров. «Возможно, нет никакого смысла гнаться за химерами быстрого успеха, где все говорят о доходности, но почти никто — о рисках, и сделать ставку на „проверенных лошадей“, — рассуждает господин Тараповский. — За 10 лет цена акции Amazon выросла почти в 15 раз, Apple и Google — в 10, Facebook — в 13, Netflix — в 49, Nvidia — в 55».

Единственная рекомендация Ольги Веретенниковой — диверсификация вложений. Инвестиции в каждый сектор стоит ограничить долей, например, 20%, предлагает она, а далее выполнять диверсификацию по бумагам внутри каждого сектора. Такой метод, говорит ведущий аналитик FxPro Александр Купчикевич, неоднократно помогать эмоциональным мелким розничным инвесторам-«хомякам» опережать аналитиков, несмотря на то, что они в действительности выбирают ценные бумаги наугад: «Он уравнивает шансы отдельных акций из состава PTC или S&P500. При этом искусственно собранные портфели „по правилам аналити-

ков“ формируют перекося в сторону уже отработанных историй».

Инвесторам, желающим минимизировать муки выбора при формировании портфеля на 10 и более лет, считает эксперт, есть смысл либо определиться с активами в разрезе групп стран (развивающихся / развитые рынки; США / развитые страны вне США / развивающиеся рынки), либо разделить свой капитал по активам разных классов (фонды акций, облигации, корзины сырья), либо подбирать для себя ETF и биржевые ПИФы.

ЦБ в первом квартале 2021 года отметил рекордное увеличение числа новых клиентов ПИФов — более 1 млн, что составляет почти две трети прироста за весь 2020 год. Чистый приток средств в них — 275 млрд рублей, и это в полтора раза больше, чем за четвертый квартал 2020 года, комментирует директор департамента рыночного развития инвеструшпы «Тринфино» Станислав Жуков. На 76% кварталкварталувыроспритоксредств в ЗПИФы. Они как инструмент вложения с длинным горизонтом становятся все более популярными у розничного клиента, заключает он.

Елена Исаева



К концу 2020 года мировой рынок IPO начал оживать по мере постепенной адаптации к работе в условиях пандемии

Частное становится публичным

В последние два года на фондовый рынок хлынул поток розничных инвесторов. Несмотря на то, что доля сделок IPO с их участием пока невелика, именно этот контингент подогревает интерес российских компаний к получению статуса открытых. В ближайшие месяцы минимум десяток игроков планирует листинг на Московской, Лондонской и американских биржах. С начала года отечественный бизнес уже привлек в ходе IPO около \$3 млрд.

— трансформация —

К концу 2020 года мировой рынок IPO начал оживать по мере постепенной адаптации к работе в условиях пандемии. Уже в июне месячный объем привлечений превысил аналогичный показатель прошлого года, а в августе он оказался почти в шесть раз больше, чем в августе 2019-го (более \$75 млрд), вспоминает партнер направления «Финансовое консультирование» АО «Юникон» (Глобальный альянс BDO) Эдуард Румянцев. По итогам 2020 года, говорят данные компании Refinitiv, 1755 эмитентов провели размещения на мировых площадках и в ходе них привлекли более \$324 млрд (\$203,7 млрд годом ранее).

Эта тенденция продолжилась в 2021 году, и российские компании ее поддерживают. На местном рынке с начала года общий объем IPO и SPO превысил \$3,8 млрд. А Нью-Йорк не видел такой хроники размещения российских корпоративных эмитентов со времен первой волны 1990-х, констатирует соучредитель инвестиционного фонда Flexible Investment Solutions Иван Крошный.

Новая кровь

По его данным, с начала года S&P 500 вырос на 18%, NASDAQ — на 17%, индекс Московской биржи — на 27%. Фондовый рынок увеличивается, и главным его трендом эксперты называют расширение пула участников. Сокращение возможностей традиционного пассивного дохода вследствие падения ставок депозитов и роста стоимости недвижимости в РФ для тех слоев населения, у которых были на это свободные средства, привлекло на рынок большое количество частных инвесторов, объясняет управляющий директор ПФ «Пакер тулс» Сергей Гуськов. К началу сентября количество открытых брокерских счетов на Московской бирже составило 13 млн, иллюстрирует гендиректор «АФИ Капитал» Алексей Гориславец. Число активных приближается к 2,5 млн.

В первичном размещении, отмечает партнер Capital Lab Group Евгений Шатов, доля «частников» пока составляет 5–7%, и будет увеличиваться. Дополнительным стимулом он видит упрощение процесса: клиенты могут размещать заявки на участие через приложения брокера.

Первичный список

В ближайшие месяцы анонсировались IPO «Циан», «ВкусВилл», «Делимобиль» и «СПБ Биржа», возможность провести его в 2021 году рассматривало и My.Games, игровое подразделение Mail.ru Group. Ни одна из компаний комментировать свои планы „Б“ не стала. По оценке принципала Fort Ross Ventures Дениса Ефремова, бизнес «Циан» может стоить \$500–600 млн, «ВкусВилл» — \$2–3 млрд, «Делимобиль» — \$450–550 млн, «СПБ Биржа» — \$750–900 млн, My.Games — \$1–1,5 млрд.

Ранее о желании разместиться на бирже сообщали Mercury Retail Group (управляя сетями «Красное и белое» и «Бристоль»), «Совкомбанк» и Wildberries, добавляет главный аналитик «Открытие Инвестиции» («Открытие Брокер») Алексей Павлов. «Ренессанс страхование» выхо-

дит на Московскую биржу с оценкой в 672–73,3 млрд рублей. Средства от размещения пойдут как на развитие компании, так и текущим акционерам, которые желают продать свои доли, поясняет аналитик «КСК Капитал УА» Михаил Беспалов. По мнению главного аналитика ИФК «Солид» Дмитрия Донецкого, для компании это способ «спасения бизнеса» — на фоне хайпа вокруг IPO она пытается найти средства для финансирования своей текущей деятельности: «У „Ренессанса“ в последнее время сильно падает уровень достаточности капитала при стагнирующих доходах основного бизнеса. Компания растет, но неэффективно. Чтобы в очередной раз не идти на долговой рынок и не ухудшать коэффициенты, она прибегает к допэмиссии и финансированию посредством IPO».

Тот же мотив, считает Евгений Шатов, движет «Почтой России». По данным СМИ, она рассматривает возможность проведения IPO в 2023 году как способ избежать дефолта по долговым обязательствам. Компании необходимо привлечь средства для сохранения финансовой стабильности, в противном случае ей придется просить государство выделить дотации в размере 500 млрд рублей.

Melon Fashion Group может провести IPO в 2022–2023 годах и стать первым российским фэшн-ритейлером в этой области. По предварительным данным, компания рассчитывает на оценку в 29–35 млрд рублей, а размещение может составить до 45% акций.

В 2022 году на биржу собрались портфельные компании «АФК Система»: «Биннофарм», «Медси» (обе с объемом предложения от \$1млрд) и агрохолдинг «Степь» с оценкой в \$3,3 млрд, а также «Сибур» с оценкой \$3 млрд, сибирская сеть кофеен и фастфуда «Подорожник» с предложением акций на 1,9 млрд рублей и Familia с оценкой \$0,9–1 млрд, перечисляет начальник аналитического отдела инвестиционной компании ЛМС Дмитрий Кумановский. OCSIAI планирует IPO путем слияния со SPAC, добавляет Денис Ефремов.

Group-IB, специализирующаяся на кибербезопасности, еще в апреле заявила о возможном проведении IPO на одной из иностранных бирж (10% акций стоимостью до \$300 млн). Несмотря на арест основателя компании, в октябре она заявила о сохранении этих планов. Тот же пакет акций, только на Московской бирже, по данным некоторых источников, весной 2022 года собирается реализовать Positive Technologies, попавшая в санкционный список Минфина США. Компания оценивает себя в \$1 млрд.

Из технологичного бизнеса в публичный поле может оказаться онлайн-бизнес X5, а «Яндекс» не исключает IPO своего транспортного подразделения, напоминает начальник управления торговых операций на российском фондовом рынке «Фридом Финанс» Георгий Ващенко. Намерение провести размещение в ближайшие месяцы также заявлял Aviasales.

Директор аналитического департамента инвестиционного банка «Синара» Кирилл Таченников приводит в пример более традиционные отрасли. В частности, недавно прошли SPO Магнитогорского ме-

таллургического комбината и девелопера ПИК, вторичные размещения могут провести «Совкомфлот» и «Самолет».

Более отдаленные перспективы — у Dodo Brands. Наиболее вероятно, что компания пойдет на Московскую биржу не позднее первой половины 2024 года, сказал „Б“ CFO компании Кирилл Вырыпаев. Средства инвесторов пойдут на масштабирование новых концепций — кофеен «Дринкит» и донерных «Донер 42» — и на международное развитие «Додо Пиццы», в частности в Великобритании. Нынешнюю стоимость компании господин Вырыпаев очерчивает в 15–20 млрд рублей и ставит задачу как минимум утроить эту оценку к 2024 году.

Двойное размещение

Часть упомянутых компаний собирается на иностранные биржи или, как, IT-интегратор Softline, планирующий получить при IPO около \$400 млн, одновременно стремится на Мосбиржу и LSE, приводит пример эксперт по фондовому рынку «БКС Мир инвестиций» Дмитрий Пучкарев.

На зарубежных площадках будут покупать институциональные игроки, тогда как на Мосбирже акции, скорее всего, будут предлагаться и частным инвесторам, говорит Кирилл Таченников. Это, по мнению Дмитрия Кумановского, дает больше устойчивости капитализации компаний с двойным листингом, по сравнению с торгующимися только на западных площадках. Но менее актуально в случае вывода на рынок малой доли не самых крупных фирм, аргументирует Алексей Павлов: «Чтобы новая публичная история стала в перспективе интересной и любимой инвесторами, необходимо создать определенную ликвидность. В этом плане к участию в IPO нужно активнее привлекать розницу и не размазывать ликвидность по нескольким площадкам».

По наблюдению Евгения Шатова, российский компании, размещающие акции на Мосбирже, сталкиваются с серьезной отрицательной недооценкой (разница между ценой закрытия акции эмитента в первый день торгов и ценой размещения), тогда как, например, в Нью-Йорке недооценка чаще бывает положительной.

В США стать публичным — это часть философии бизнеса, но порою это рискованная ставка, подчеркивает Георгий Ващенко. После выхода на IPO контролирующие акционеры и менеджмент обязаны прилагать максимум усилий для роста финансовых показателей. Если они начнут ухудшаться, котировки пойдут вниз, компания столкнется с юридическим преследованием. Дело может закончиться невыгодной продажей, банкротством или личным банкротством участников. В России таких рисков нет, но нет и особой мотивации становиться открытыми. При IPO меняются структура акционерного капитала и принятие отдельных решений может наткнуться на противодействие новых акционеров, согласен Дмитрий Пучкарев. Но для акционеров IPO дает возможность монетизировать свои вложения и, возможно, частично или полностью выйти из актива.

Елена Исаева