

БУМАГИ ЛИТЕРНОГО ЭШЕЛОНА НА 2009 ГОД ЗАПЛАНИРОВАН РОСТ РАСХОДОВ НА СОДЕРЖАНИЕ АРМИИ НА 23%, А СОВОКУПНЫЕ ВОЕННЫЕ РАСХОДЫ, ПО ОЦЕНКАМ ЭКСПЕРТОВ, ВЫРАСТУТ ПОЧТИ НА 40%. ПРЕДПРИЯТИЯ ВПК ПОЛУЧАТ ОТ ГОСУДАРСТВА НЕМАЛЫЕ СРЕДСТВА. НЕСМОТЯ НА ТО ЧТО АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ ЭТИХ ПРЕДПРИЯТИЙ МАЛОЛИКВИДНЫ, ЧАСТНЫЕ ИНВЕСТОРЫ ВСЕ ЖЕ МОГУТ ПРЕТЕНДОВАТЬ НА ДОЛЮ ВОЕННОГО ПИРОГА. ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

СЕКРЕТНЫЕ МЕХАНИЗМЫ По понятным причинам и в силу традиции информация о военном бюджете России достаточно скудна. Официально оглашаются цифры лишь общих расходов на содержание армии. Например, в бюджете-2009 запланирован рост военных расходов до 1,26 трлн рублей, или на 23,1% по сравнению с 2008 годом. Однако постатейная разбивка военного бюджета является государственной тайной, и даже депутаты Госдумы слушают ее на закрытых заседаниях и дают подпериоду не разглашения.

Частные инвесторы вместе с депутатами гордятся крепнувшей мощью державы. Но все-таки для принятия инвестиционных решений желателен знать, сколько из этих 1,26 трлн рублей составляет гособоронзаказ. То есть деньги, потраченные не на прокорм солдат, а перечисленные предприятиям ВПК. Желательно также знать названия этих предприятий, чтобы купить их бумаги.

Несмотря на то что формально эти сведения не относятся к категории государственной тайны, в открытом доступе их нет. Известно, например, что в 2007 году объем российского гособоронзаказа составлял 303 млрд рублей, что было на 30% больше, чем в 2006-м. По оценкам экспертов, в 2008 году объем гособоронзаказа вырос до 340 млрд рублей, то есть темп роста в 30% сохранился. Планы правительства на 2009 год в целом виде не обнародовались. Известно лишь высказывание министра обороны РФ Анатолия Сердюкова, который обещал «потратить на модернизацию армии 5 трлн рублей за восемь лет». Летом 2006 года соответствующая программа на 2007–2015 годы была утверждена. Однако она секретна, и инвесторы до сих пор не знают графика выделения этих средств. Неизвестно также, включает ли эта программа в себя гособоронзаказ или идет «отдельной строкой», кто является реципиентом и т. д.

В результате движение котировок акций предприятий ВПК для частного инвестора мало предсказуемо. Кроме того, у этих эмитентов имеются очевидные проблемы с ликвидностью. Маленький free float не дает возможности расторгнуть эти бумаги, даже если становится известно, что конкретное предприятие получит государственный заказ.

Иван Илюшин, начальник отдела аналитических исследований УК «ВТБ Управление активами»: «Проблема в том, что акции предприятий ВПК не были особо ликвидны даже в лучшие времена российского фондового рынка. За исключением корпорации «Иркут», предприятия российского ВПК имеют мизерную долю бумаг в свободном рыночном обращении.

Сейчас, когда ликвидность с рынков в значительной степени испарилась, о каких-либо ценовых движениях говорить можно только весьма и весьма условно, так как сделок какого-либо объема может не быть по несколько дней. До оживления тут далеко. Подобная ситуация в акциях второго эшелона возникает каждый раз, когда фондовый рынок существенно дестабилизируется. Мало кому интересны неликвидные и малопрозрачные инвестиции, когда наиболее качественные эмитенты оцениваются рынком со значительным дисконтом к справедливой стоимости.

На рынке акций предприятий ВПК лидерами роста в ноябре (по состоянию на 15 ноября) стали: ОАО «Пирумметр» (производство авионики) — +46%, Улан-Удэнский авиационный завод — +10%, «Роствертол» — +6%. Аутсайдеры за тот же период — РСК «Энергия» — -76%, корпорация «Иркут» — -20%. Но все это очень и очень «условно-разовые» сделки».

Евгений Шаго, директор аналитического департамента УК «Ингосстрах-Инвестиции»: «Государственная поддержка ВПК не способна оказать существенного позитивного влияния на котировки акций компаний этого сектора, так как ликвидные бумаги здесь практически отсутствуют.

А вот рынок облигаций воспринял эту информацию позитивно. Сложная ситуация с ликвидностью на рынке привела к тому, что доходность по облигациям производителей военной техники выросла по некоторым эмитентам свыше 100% годовых, но после появления ВПК в списке «спасаемых» отраслей вернулась к среднерыночным значениям 15–30% годовых. Однако рассчитывать на возвращение доходности к июльским значениям сейчас вряд ли стоит: недостаток средств у банков и инвестиционных компаний заставляет их избегать любых активов, и облигаций производителей военной техники в том числе».

ВЕРТИКАЛЬНЫЕ ВЗЛЕТЫ Достоинства бумаг сектора ВПК являются продолжением его недостатков. Акции сектора, конечно, малоликвидны и в силу этого долгое время не пользовались вниманием со стороны инвестиционных компаний. Это привело к их существенной недооцененности даже на фоне сегодняшнего падающего рынка.

Набирающий обороты процесс вертикальной интеграции в секторе ВПК способствует повышению уровня его открытости для инвесторов. Ведь одной из причин низкой ликвидности акций было то, что сами компании не хотели «открываться». Сказывался менталитет менеджмента, воспитанного в советское время и привыкшего сосредотачивать основное внимание на производстве, а не на инвестиционной привлекательности. Создание «надстроек» (ОАК, ОСК, «Вертолеты России», «Оборонпром» и т. д.) способно решить эту проблему. Предполагается, что работу с потенциальными инвесторами «надстройки» возьмут на себя.

Тем не менее первый опыт вертикальной интеграции оказался не очень удачным. Например, акции «Иркута» после включения компании в ОАК в 2006 году просто перестали расти. А с началом кризиса упали даже быстрее рынка. Инвесторы долго ожидали обещанного перехода авиастроителей на единую акцию, но пока так и не дождались. Последний обнародованный срок — декабрь 2008 года, однако уверенности в том, что он будет выдержан, у инвесторов нет. То же самое с вертолетным холдингом: переход на единую акцию перенесен с декабря 2008-го на 2010 год. Зачастую консолидация осложняется корпоративными конфликтами, что еще сильнее опускает котировки акций. Например, в результате конфликта между менеджментом НПО «Сатурн» и «Оборонпром» акции «Сатурна» стали падать еще до кризиса.

С другой стороны, имеется и удачный опыт вертикальной интеграции. Например, цена акций Улан-Удэнского ави-

ационного завода с мая стабильно растет и никакого кризиса не чувствует. А все потому, что включение предприятия в холдинг «Вертолеты России» позволило ему получить заказ от «Газпрома» и ряда других крупных покупателей. В целом эксперты полагают, что сектор акций ВПК пока является «тяжелым» для инвесторов, но в то же время весьма перспективным.

Дмитрий Пашков, заместитель начальника отдела анализа и оценки ИК БФА: «Стратегически предприятия оборонной промышленности имеют перспективы и потенциал роста. Предприятиям ВПК было отведено первоочередное место в перечне подготовленных правительством мер, направленных на преодоление кризисных явлений в экономике. Предполагается, что предприятия ВПК получат возмещение части затрат, связанных с процентным обслуживанием долга, субсидии для преодоления разрывов ликвидности. Одним из первых поддержку в сумме, превышающей 1,2 млрд рублей, получил «Моторостроитель».

Кроме того, для преодоления сложившейся ситуации глава «Ростехнологий» и председатель Союза машиностроителей Сергей Чemezov внес предложение об изменении закона о госзакупках. Они касаются весомого увеличения авансирования деятельности предприятий ОПК — с нынешних 25–30% до 70–80%. Также в списке инициатив прозвучало предложение об увеличении доли государства в компаниях сектора за счет участия в допэмиссиях акций предприятий. В общем русле тенденций в отношении ОПК выйдут и нажим на банки со стороны вице-премьера Сергея Иванова в ответ на урезание лимитов кредитования и повышение процентных ставок».

ДОЛГИ ВОЕННОГО ПОЛОЖЕНИЯ Если рынок акций предприятий ВПК не расторгнут и фактически только начинает набирать обороты, то на облигационном рынке бумаги этих предприятий представлены давно. Собственно, до недавнего времени вложить в оборонку частный инвестор мог в основном путем покупки соответствующих облигаций.

К сожалению, рынок рублевых облигаций в октябре — ноябре рухнул. И доходности облигаций ВПК взлетели до небес вместе со всем рынком. В настоящее время ставки наиболее ликвидных облигаций предприятий держатся на уровне порядка 15% годовых. Доходность менее ликвидных выпусков составляет 30–35% годовых. Это неплохой показатель, если учитывать, что первый эшелон на рынке рублевых бондов сейчас торгуется на уровне 14% годовых.

Господдержка опустила доходности облигаций ВПК вниз, но покупателей пока все равно нет. Тем не менее, по мнению экспертов, облигации ВПК сейчас достаточно привлекательны, поскольку совмещают надежность государственных гарантий с высокой кризисной доходностью. Видимо, когда рынок «придет в себя», покупатели на эти бумаги найдутся одними из первых.

Александр Осин, главный экономист УК «Финанс Менеджмент»: «Лучше рынка в сентябре—октябре котировались облигации механического завода «Арсенал», корпорации «Иркут», «КМПО-Финанс», «МиГ-финанс», «Курган-

машзавод-Финанс» и «Кировского завода». В аутсайдерах оказались бонды «Промтрактор-Финанс», Уфимского моторостроительного производственного объединения (УМПО), ФГУП ПО УОМЗ, «ЭМАльяс-Финанс». Причем УМПО сохраняет планы по размещению облигаций на сумму 3 млрд рублей. Ликвидность этих бумаг, очевидно, будет низкой. Больше на данный момент никто из предприятий ВПК эмиссий облигаций не планирует.

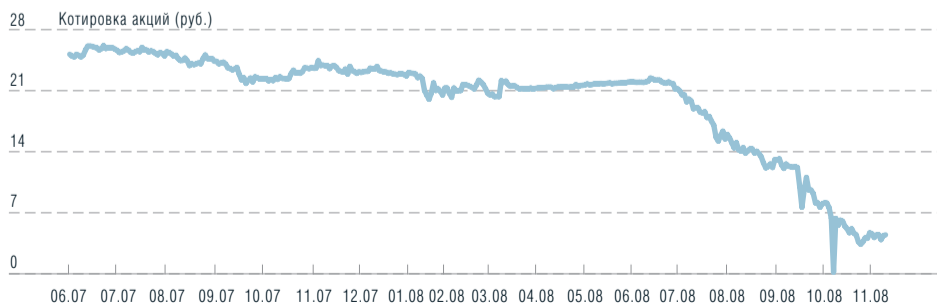
С точки зрения среднесрочного периода для вложения интересны бумаги, наиболее сильно пострадавшие в результате октябрьского долгового кризиса. Их надежность, способность к привлечению господдержки представляется относительно высокой. В ближайшие месяцы рынок облигаций ВПК, возможно, продемонстрирует определенное снижение доходности, которое затронет прежде всего наиболее подешевевшие в последние месяцы бумаги. Ставки по ним сократятся в итоге до порядка 20% годовых. Однако с точки зрения формирования долгосрочных инвестиционных стратегий вложения в облигации представляются сейчас обремененными чрезмерно высоким риском».

Евгений Шаго: «Облигации ВПК относятся ко второму и третьему эшелонам, сейчас ставки доходности по таким бумагам составляют выше 20% и 40% годовых соответственно, что не привлекательно для эмитентов. Предприятия ВПК могут получить кредит в госбанках под значительно меньшие проценты. Видимо, в ближайшее время рынок для новых размещений эмитентов облигаций ВПК будет закрыт. Однако примерно через год, когда потребуются рефинансирование кредитов, взятых сейчас в госбанках, компании ВПК вновь рассмотрят возможность привлечения средств посредством размещения облигаций.

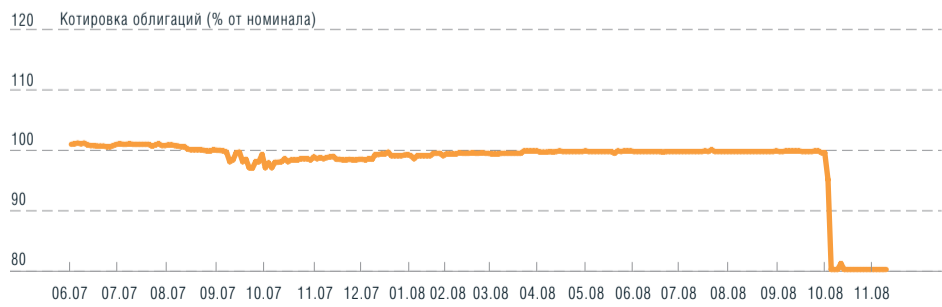
Покупать облигации компаний ВПК, безусловно, стоит, однако здесь нужно подходить выборочно и очень внимательно оценивать финансовое состояние и значение конкретной компании для обороноспособности страны. Государство не будет спасать все компании подряд, а лишь те, без которых невозможно обороноспособность поддерживать. В связи с неустойчивостью рынка срок инвестирования не должен превышать год-полтора».

Дмитрий Пашков: «Среди предприятий ВПК сейчас выглядят более привлекательными производители не комплектующих, а готовой продукции. Ведь кредитный голод и риски ликвидности более явно проявляются именно на смежниках. Кроме того, для инвесторов интересны производители экспортной продукции. В силу ослабления национальной валюты, а также расширения сотрудничества с Кубой, Венесуэлой и другими странами по спецтемам у них появляется потенциал роста.

На первичном рынке рублевых займов планируемых эмиссий по предприятиям ВПК не так уж много. Можно выделить третий выпуск облигаций Уфимского моторостроительного производственного объединения объемом 3 млрд рублей. Выпуск прошел регистрацию в ФСФР в июне. Также интересен дебютный выпуск ФГУП «НПО имени Лавочкина» объемом 2 млрд рублей, зарегистрированный ФСФР в июле».



КОТИРОВКИ АКЦИЙ ОАО «НПК «ИРКУТ» НА ММВБ ЗА ПЕРИОД С ИЮНЯ 2007 ГОДА ПО НОЯБРЬ 2008 ГОДА ИСТОЧНИКИ: ММВБ



КОТИРОВКИ ОБЛИГАЦИЙ 1-ГО ВЫПУСКА ОАО «КИРОВСКИЙ ЗАВОД» НА ММВБ ЗА ПЕРИОД С ИЮНЯ 2007 ГОДА ПО НОЯБРЬ 2008 ГОДА ИСТОЧНИКИ: ММВБ, CBONDS.