

Устойчивее при падении, перспективнее при росте

Рынок акций второго эшелона за ноябрь

В последние несколько недель динамика российского рынка акций определялась в основном внешними факторами, главными из которых была ситуация в США и мировые цены на нефть. Поскольку оба фактора были неблагоприятными, российский рынок испытывал негативное давление и продемонстрировал одну из самых сильных коррекций среди *emerging markets*. Основной индекс РТС в середине октября снизился на 12%, индекс так называемого второго эшелона РТС-2 – на 6%.



КОНСТАНТИН ГУЛЯЕВ
ведущий аналитик
ГК "РЕГИОН"

Инвестиционный фон улучшился, но остается неустойчивым

Резкое ускорение инфляции в США до 4,7% в годовом исчислении (индекс *CPI* в сентябре) из-за сильного удорожания энергоносителей породило массу опасений насчет более агрессивного повышения ставки ФРС 1 ноября. Впрочем, этого не случилось, что способствовало значительной разрядке на мировых рынках. Согласно данным *Emerging Portfolio Fund Research*, именно в первых числах ноября был зафиксирован максимальный с начала года чистый приток инвестиций в рынки *emerging markets*, превысив в абсолютном выражении инвестиции в развитые рынки США, Европы или Японии (1,9 млрд долл.). Индекс *MSCI Emerging markets* подскочил почти на 5%. Российский рынок также продемонстрировал положительную динамику: индекс РТС вырос на 9%.

По всей видимости, дальнейшая динамика российского фондового рынка останется в ближайшее время зависимой от внешних факторов, в том числе от мировых цен на нефть, которые снизились от максимальных уровней почти на 20% из-за стремительного роста товарных запасов в США и более теплой погоды в регионе. Среди внутренних факторов важную роль играет либерализация акций "Газпрома", которая после перестановок в правительстве может развиваться без существенных задержек. Также стоит отметить ожидаемое решение по оценке дочерних обществ в рамках консолидации "Роснефти".

Таким образом, динамика российского рынка, скорее всего, останется неустойчивой и будет иметь во многом спекулятивный характер. В связи с этим к новому году мы можем подойти на более низких уровнях по индексу РТС (940–1000 пп.).

Решение "Роснефти" спутало карты инвесторам

К середине ноября ситуация во втором эшелоне нормализовалась и паники уже не было. Наоборот, все больше наблюдались "бычьи" настроения. Инвесторов в последнее время держала в напряжении ситуация вокруг "Роснефти". Появившаяся в СМИ оценка "дочек" госнефтекомпании со ссылкой на официального оценщика *Deloitte* в некоторых случаях существенно разнилась с текущей капитализацией компаний. В группу высоко оцененных попали "Сахалинморнефтегаз" (на 22% выше рынка), "Краснодарнефтегаз" (на 20%), Туапсинский НПЗ (в 1,7 раза), нефтепродукты.

В группе оцененных ниже рынка – "Пурнефтегаз" (на 20%), "Комсомольский НПЗ" (в 14 раз), "Ставропольнефтегаз" (в 9 раз). Несмотря на то что официального подтверждения не последовало (как, впрочем, и опровержения), акции отреагировали согласно опубликованной оценке. Акции "Пурнефтегаза" упали на 16%, "Сахалинморнефтегаза" выросли на 17%, капитализация "Комсомольского НПЗ" рухнула более чем в два раза, "Туапсинского НПЗ" – выросла на 30%. Однако серьезных объемов не наблюдалось. По компаниям, оцененным ниже рынка, произошло расширение спреда и потеря ликвидности. Перенос решения "Роснефти" дает основание предположить, что список консолидируемых компаний может быть изменен. В связи с этим рекомендуется обратить внимание на предприятия, не вошедшие в первоначальный перечень, и оценка которых была высокой. Прежде всего это нефтепродукты. Наиболее ликвидными являются "Алтайнефтепродукт" (справедливый уровень цены 0,74 долл., потенциал 85%) и "Смоленскнефтепродукт" (103 долл., 60%).

Образование "ТНК-ВР Холдинга" – новая возможность для роста

В ноябре ожидается подведение итогов конвертации акций дочерних обществ в акции "ТНК-ВР Холдинг". По некоторым компаниям может быть объявлен второй этап консолидации, что приведет к возобновлению спекулятивного роста. Это касается "Варьеганнефтегаза", "Оренбургнефти", "Саратовского НПЗ" ("Крекинг") и т.д. В ноябре акции снизились в среднем на 20%. В ближайшее время по "Саратовнефтегазу", "Орскнефтеоргсинтезу", "Оренбургнефтепродукту" и "Удмуртнефти" может быть принято решение о продаже. Более привлекательно выглядят акции "Удмуртнефти" и "Саратовнефтегаза". На последнее предприятие уже имеется ряд претендентов ("Руснефть", "Татнефть", "Итера" и т.д.). Предполагаемая цена продажи составляет 600 млн долл. (на треть выше текущей рыночной стоимости).

Российская шина докатилась до Лондона. Пока с трудом

Внимание инвесторов в ноябре привлекли предприятия шинной промышленности. Оживление в отрасли еще не привело к существенному улучшению финансовых показателей шинных компаний, однако акции уже взлетели "до небес". По итогам 2005 г. ожидается рост производства шин в России на 4% к прошлому году. Из сегментов легковых, грузовых и сельскохозяйственных шин только первый сегмент вырос на 8%, остальные показали по итогам 9 месяцев нулевой прирост. Ведущие российские шинные компании (предприятия СИБУРа – "Омскшина" и "Яршина", "Нижнекамскшина" и завод "Амтел-Поволжье") начинают активно продвигать шины премиум-класса, пытаются наладить тесное сотрудничество с западными производителями. Однако пока только "Яршина" сумела показать рост рентабельности, а "Амтел-Поволжье" – значительный прирост выручки. За последний месяц акции взлетели на 25–50%. Таким образом, исходя из текущих финансовых показателей шинные компании оказались существенно перегретыми. Об этом свидетельствуют результаты размещения IPO компании *Amtel-Vredestein* на Лондонской бирже. GDR на 27% акций компании с трудом разошлись по цене на 15% меньше нижней границы определенного диапазона. Таким образом, капитализация *Amtel* составила 724 млн долл. вместо 1–1,23 млрд долл., на которые рассчитывала компания.

Медь бьет рекорды – поиск интересных активов

В настоящее время цены на медь достигли рекордных значений – превысили 4,3 тыс. долл. На-

равне с цинком медь демонстрирует самое высокое подорожание в годовом исчислении (порядка 40%). Это обусловлено объективными причинами – снижением производства в мире и резким сокращением запасов металла. В свете улучшения внешнеторговой конъюнктуры следует обратить внимание на российских производителей меди, которые входят в холдинг "УГМК". Если акции "Уралэлектромеди" и "Среднеуральского медеплавильного завода" имеют незначительный потенциал роста, то акции "Кировского завода ОЦМ" имеют существенную недооценку – целевая цена составляет 93 долл. (потенциал 50%).

Аукцион по "Криворожстали" привел к переоценке российских комбинатов

В конце октября широкий резонанс вызвал аукцион по украинской "Криворожстали". Немецкое подразделение крупнейшей сталелитейной компании в мире *Mittal Steel* заплатило в 2,4 раза дороже начальной цены – 4,79 млрд долл. Это привело к активизации спроса на наиболее рентабельные российские активы – акции "Северстали" и "НЛМК" выросли на 7% и 22% соответственно. В сравнении с "Северсталью" по относительным показателям "НЛМК" является гораздо более дорогим активом. Однако акции комбината имеют спекулятивный потенциал на ожиданиях проведения IPO. С другой стороны, отметим ухудшение конъюнктуры на рынке металлопродукции по сравнению с прошлым годом. Тем не менее даже с учетом ухудшения финансовых показателей акции "Северстали" имеют справедливую оценку в 11,5 долл. с 25%-ным потенциалом роста.

Основа роста акций сырьевого сектора – высокие цены – пошатнулась

Железная руда. Значительное снижение чистой прибыли в третьем квартале характерно и для других сырьевых предприятий, лидеров роста в текущем году. Ухудшение конъюнктуры наблюдается в отраслях, смежных с металлургической промышленностью, – в добыче коксующегося угля и железной руды. Хотя годовые показатели роста остаются в большинстве случаев двузначными. Акции крупнейших ГОКов продемонстрировали снижение в среднем на 5%. Сильнее упали акции "Коршуновского ГОКа" (20%). Делая скидку на значительное снижение показателей во втором полугодии 2005 г., можно рекомендовать "держаться" акции "Коршуновского ГОКа" и "покупать" акции "Карельского окатыша" на текущих уровнях. Справедливые

цены составляют 985 и 978 долл. соответственно (потенциал в 14 и 37%).

Уголь. На фоне снижения цен на коксующийся уголь преимущество получают производители энергетического угля. Впечатляющий рост показали акции Шахты им. Кирова (СУЭК). За последний месяц цена выросла более чем на 25%. Можно рекомендовать акции к покупке при справедливом значении цены в 335 долл. Значительный спрос предъявляется на акции "Кузбассразрезугля" – одного из крупнейших российских производителей энергетических углей. Однако растут и акции угольных компаний, производящих коксующийся уголь. Акции "Воркутаугля" повысились на 14%, а ее "дочки" "Шахты Воргашорской" – на 33%, что представляется необоснованным.

Химия. Ухудшается конъюнктура и в производстве азотных удобрений. В первом полугодии взлет цен позволил "азотным" компаниям продемонстрировать многократный рост финансовых показателей и почти такой же – котировок акций. Однако результаты третьего квартала свидетельствуют об ухудшении внешнеторговой конъюнктуры. Причем предприятия вынуждены все равно наращивать экспортные поставки, что связано с сезонным снижением спроса на продукцию отрасли внутри страны. Учитывая текущий уровень котировок, рекомендация "покупать" по большинству азотных предприятий снижена до **"держаться"** ("Азот" Березники, "Невинномысский азот"). Некоторое преимущество имеют акции "Череповецкого азота" (целевая цена 27 долл., потенциал 25%), который продемонстрировал прирост чистой прибыли в третьем квартале на 91%.

Энергетика набирает потенциал

Отметим акции "Самараэнерго" и "Саратовэнерго". Эти компании наряду с "Ульяновскэнерго" и "Оренбургэнерго" войдут в ТГК-7. Разделение компаний по видам деятельности еще не произошло и, вероятно, состоится только в следующем году. Компании имеют существенную недооценку, исходя из текущих коэффициентов для энергетических активов. Привлекательнее выглядят привилегированные акции, поскольку, как показывает практика, коэффициенты обмена "префов" в обыкновенные акции ТГК будут высокими. За последний месяц привилегированные акции "Самараэнерго" выросли на 14%, "Саратовэнерго" – на 17%.

Из частных рук в государственные "объятия" – цена приобретения играет роль

Акции "ОМЗ" подорожали после появления информации о том, что именно "Газпромбанк" приобрел

пакет акций компании, ранее принадлежавший Кахе Бендукидзе и партнерам (около 42%). За месяц акции выросли на 4% – до 5,5 долл. – на уровень цены приобретения. Кроме того, компания продемонстрировала значительное улучшение финансовых показателей по итогам первого полугодия по МСФО. Чистая прибыль составила 0,45 млн долл. против убытка в 2004 г., выручка почти удвоилась до 341,5 млн долл. Потенциал роста акций составляет 34%. Если поглощение "ОМЗ" "Газпромом" расценивается рынком положительно, то приобретение РАО ЕЭС 22,43% "Силовых машин" привело к снижению котировок акций компании. Средняя цена приобретения определена в 0,063 долл., что соответствует уровню последних сделок (0,062 долл.). Слабые финансовые результаты "Силовых машин" за первое полугодие по МСФО (консолидированный чистый убыток превысил 1 млн долл. против 8 млн долл. прибыли годом ранее), не дают повода ожидать положительной динамики по акциям компании в ближайшем будущем.

Из забвения в фавориты – российские автопроизводители

Говоря о лидерах роста за последний месяц, нельзя не упомянуть о росте акций автопроизводителей. Акции "АвтоВАЗа" выросли на 51%, "КаМАЗа" – на 13%, "ГАЗа" – на 12%. На протяжении последних недель наблюдается мощная покупка в "АвтоВАЗе" на очень высоких объемах. Возможно, сейчас происходит перераспределение структуры собственности после ухода бывшего председателя Совета директоров Каданникова на пенсию. Поскольку ситуация вокруг скупки не вполне ясная, то дальнейшая динамика может быть неоднозначной. Можно рекомендовать покупку акций "АвтоВАЗа" в исключительно спекулятивных целях. Акции "КаМАЗа" недооценены (на 30%), однако серьезный риск представляет нереструктуризированная задолженность Минфина в 150 млн долл., хотя, согласно последней информации, может быть предоставлена госгарантия для решения этой проблемы. "ГАЗ" завершил проведение допэмиссии акций (размещено 61%), в результате чего на балансе оказались большинство бывших "дочек" "Руспром-авто" (теперь "Русские машины"). Перспективная цена "ГАЗа" составляет 67–70 долл.

Новые пополнения в RTS Board – самое перспективное

И, наконец, коротко об акциях, которые начали котироваться в RTS Board в последние недели и представляют значительный интерес. Во-первых, это акции "Лензолота", дочернего предприятия "Полюса", который с 1 января 2006 г. будет выделен из ГМК "Норникель" в самостоятельную струк-

туру. В апреле-мае планируется IPO "Полюса" на российской и западной биржах. С момента внесения в RTS Board котировки спроса по обыкновенным акциям "Лензолота" выросли на 50% (30 долл.), по привилегированным – на 100% (20 долл.). Капитализация предприятия равна 41,2 млн долл. По соотношению капитализация/добыча "Лензолота" имеет преимущество по сравнению с "Полюсом" и компаниями, размещаемыми в Лондоне с учетом дисконта на неликвидность. Для "Лензолота" это соотношение составляет 13,5, тогда как оцениваемое соотношение для "Полюса" составит не менее 100, а для компании *KazakhGold*, которая собирается размещать 25% акций в Лондоне, – 140. Напомним, что контрольный пакет "Лензолота" был приобретен ГК "Норникель" около двух лет назад за 174 млн долл. Консервативная оценка предприятия составляет 150 долл. за обыкновенную акцию, 120 долл. – за привилегированную. Однако нельзя упускать из виду и риски, например, возможность продажи активов (ранее активы по добыче рудного золота были проданы).

Во-вторых, это акции "Санкт-Петербургского картонно-полиграфического комбината" (СПб КПК) – крупнейшего в России предприятия по производству картона из вторичного сырья, входящего в лесопромышленную группу "Илим Палп". Перспективы КПК связаны с сотрудничеством второго по величине акционера – немецкого гиганта отрасли *KNAUF*, который заявлял о своем намерении инвестировать значительные средства в производство гипсокартона на комбинате в обмен на увеличение своего пакета до контрольного. С момента выведения акций КПК в RTS Board котировки "бид" выросли на 38% (обыкновенные акции) и 23% (привилегированные). Помимо отличного финансового состояния компании, сильных перспектив роста, предприятие имеет преимущество с точки зрения дивидендной доходности (порядка 7% в 2005 г.). Мы рекомендуем покупать акции СПб КПК, исходя из справедливого значения цены в 38 долл. за одну обыкновенную акцию (потенциал 41%) и 31 долл. за одну привилегированную (30%). ■

С чего начинаются брокеры

Молодежный центр изучения финансовых операций отметил 5-летие своего существования на российском финансовом рынке. Какой рынок – такие юбилеи. Молодость проекта дает лишний повод воспринимать его по-взрослому.

Каковы предварительные итоги? На базе МЦФО организован и действует центр практической подготовки для работы на финансовом рынке, ориентированный на студентов столичных вузов. В ряде московских и региональных вузов безвозмездно установлены терминалы (более 600) с программами интернет-трейдинга, дающие возможность прямого доступа на ММВБ. Прошли четыре студенческих конкурса трейдеров, в которых участвовали более 1600 студентов из 15 городов России.

Иными словами, за пять лет МЦФО сумел стать центром, в котором молодежь ориентируют на профессиональную работу на фондовом рынке.

Поздравляем МЦФО с пятилетием!

"Вестник НАУФОР"

"ФИНАМ" строит сеть

...по продаже паев ПИФов. Планируется, что до конца 2005 г. пункты продаж будут открыты более чем в 35 городах России.

Решение обусловлено несколькими факторами. Так, фондовый рынок в регионах активно развивается, в некоторых субъектах РФ (Нижегородская, Ростовская, Ярославская области, Татарстан и т.д.) число физических лиц, вкладывающих средства в ценные бумаги, ежегодно практически удваивается. Но региональные инвесторы нередко оперируют относительно небольшими суммами, не имеют возможности для самостоятельного активного трейдинга. Все это повышает интерес к ПИФам.

Во многих регионах инвесторам доступно относительно небольшое число паевых инвестиционных фондов. В населенных пунктах с населением менее 500 тыс. человек рынок ПИФов пока характеризуется небольшой конкуренцией. "ФИНАМ" намерен открывать свои центры продаж даже в относительно небольших городах – Армавире, Сургуте, Радужном, Нижневартовске, Великих Луках, Бугульме, Невинномысске.

В ближайшее время должна быть запущена система, позволяющая осуществлять погашение и конвертацию паев ПИФов управляющей компании "Финам Менеджмент" в режиме online.