



ТАТЬЯНА ТОРМОЗОВА
аналитик ФК «Интерфин трейд»

ИТОГИ И ОЦЕНКА ПЕРСПЕКТИВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ОТРАСЛЕВЫЕ ФОНДЫ

В СТАТЬЕ РАССМАТРИВАЕТСЯ ВЛИЯНИЕ РАЗЛИЧНЫХ ФАКТОРОВ НА ДИНАМИКУ ЦЕН НА АКЦИИ КОМПАНИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОЙ, ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ И ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИЧЕСКОЙ ОТРАСЛЕЙ В ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ 2004 г.

РОССИЙСКИЕ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЕ КОМПАНИИ

Первое полугодие 2004 г. стало достаточно удачным периодом для российских металлургических компаний. Заметно увеличилась в цене акции лидеров отрасли — Северстали (28,3%), НТМК (15,3), НЛМК (24,7%). Помимо повышения рыночной оценки, можно говорить и об определенных качественных фундаментальных сдвигах. Анализ деятельности ведущих зарубежных металлургических компаний позволяет утверждать, что отрасль является достаточно перспективной как для среднесрочных, так и для долгосрочных инвестиций.

В начале 2004 г. на российском рынке металла отмечался настоящий бум. По таким показателям, как листовой и оцинкованный прокат, метизы, арматура, рост цен составил 20–25%. Ожидались дальнейший рост спроса и соответственно повышение цен. Как показали дальнейшие события, ожидания эти не оправдались,

однако пока не следует говорить о том, что откат цен от достигнутых максимумов выходит за рамки обыкновенной коррекции. Причиной происходящего можно назвать формирование избыточных складских запасов у крупнейших оптовых продавцов металла в I кв. 2004 г. По-видимому, возвращение запасов к нормальным уровням произойдет к концу III кв., после чего можно ожидать возобновления роста внутренних цен на металл под воздействием сохраняющегося повышенного спроса. Высокие темпы роста в отраслях российской промышленности, являющихся основными потребителями металла, подтверждают данное предположение.

Периодом потрясений для рынка, как российского, так и мирового, стал II кв. Заявления крупных китайских чиновников о намерении ограничить темпы экономического роста в стране и не допустить «перегрева» экономики заметно сказались на металлургической отрасли. Если бы эти заявления были подкреплены реальными мерами, могли бы возникнуть

проблемы с поставкой экспорта в Китай, на который крупнейшие производители металла возлагают большие надежды. Данные опасения развеялись достаточно быстро, причем сами металлургические компании обнародовали планы (строительство крупных заводов, портов и т. д.), свидетельствующие о достаточно оптимистичных оценках уровней потребления металла в среднесрочной перспективе. Оценивая металлургическую отрасль, а также горнодобывающую, трубную промышленность и машиностроение, можно говорить о сохранении значительного потенциала роста курсов акций компаний, их формирующих.

Корпоративная информация о российских металлургических компаниях в большинстве своем носила позитивный характер. В отрасли продолжились процессы консолидации, что можно рассматривать как положительный момент, потому что пока размер существующих предприятий не позволяет их акциям претендовать на место в ряду «голубых фишек» и ограничивает рост капитализации. Среди



наиболее значимых событий можно назвать слияние НЛМК и Стойленского ГОКа — технологически связанные предприятия формируют полноценную вертикально интегрированную структуру. Хотя некоторая корпоративная информация (взаимоотношения Северстали и «Северсталь-Ресурса», отчетность «Мечела») вызывает вопросы, в то же время не дает повода сомневаться как в перспективах среднесрочного роста фундаментальных показателей предприятий отрасли, так и их оценки рынком.

РОССИЙСКИЕ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

Первое полугодие 2004 г. стало периодом качественного изменения отношения рынка к телекоммуникационной отрасли. Инвесторы активно интересовались не столько перспективами отрасли в целом, сколько потенциалом деятельности отдельных компаний связи. Тем самым усиливалась корреляция динамики цен на ценные бумаги компаний с фундаментальными факторами их деятельности.

Телекоммуникационная отрасль продолжает сохранять высокий потенциал роста. Стремительно растет уровень телефонизации и проникновения сотовой связи. Только за первое полугодие 2004 г. уровень проникновения сотовой связи вырос с 26,3 до 36,6%. Таким образом, для отрасли связи сохраняются значительные возможности экстенсивного развития. В настоящее время ведущие компании отрасли связи находятся на этапе активного освоения инвестиций в повышение качества связи и увеличение протяженности зоны охвата как фиксированных, так и сотовых сетей. Однако при этом усиливается финансовая зависи-

мость от заемных ресурсов, наблюдается рост процентных расходов и себестоимость оказываемых услуг.

В то же время отрасль остается привлекательной для стратегических инвестиций. По крупным и средним предприятиям отрасли отмечается высокая инвестиционная эффективность финансируемых проектов. С одной стороны, это высокая внутренняя норма рентабельности инвестиций (по 7 региональным операторам фиксированной связи она находилась на уровне свыше 55%); с другой — быстрая окупаемость инвестиций. В среднем вложенный рубль инвестиций возвращается уже через полгода. Негативное воздействие активных заимствований ощущается в краткосрочном периоде из-за того, что на 2004—2005 гг. запланирован основной объем инвестиционной программы. В будущем отмечаемое финансовое давление будет не только ослаблено, но и нивелировано растущей отдачей от повышения качества связи и зоны охвата сетей.

Не случайно динамика отраслевых индексов свидетельствует о достаточно высоких темпах прироста капитализации отрасли телекоммуникаций. За первое полугодие 2004 г. рассчитываемый

ЗАО ФК «Интерфин трейд» индекс телекоммуникаций вырос на 15,72%. Выше оказались только темпы прироста отраслевых индексов транспорта (48,79%), банковского сектора (48,6%), химической и нефтехимической промышленности (18,4%). При этом отраслевой индекс телекоммуникаций рассчитывается по ценам бумагам гораздо большего количества предприятий. Данный факт говорит о больших возможностях внутриотраслевой диверсификации.

Об этом свидетельствует, в частности, динамика стоимости обыкновенных акций крупнейших компаний — операторов фиксированной и сотовой связи. Так, за первое полугодие 2004 г. рыночная стоимость акций Сибирьтелекома выросла на 47,5%, Дальсвязи — на 19%, Северо-Западного телекома — на 30,3%, Волгатеелекома — на 7,8%, ВымпелКома — на 23,6%. В то же время акции Центртелекома снизились в цене на 3,7%, Югтелекома — на 5,1%, МТС — на 2,7%. Противоречивая динамика согласуется с объявленными результатами операционной, финансовой и инвестиционной деятельности компаний. Причиной отрицательной динамики цен акций Югтелекома и Центртелекома являются негативно вос-

Динамика отраслевых индексов свидетельствует о достаточно высоких темпах прироста капитализации отрасли телекоммуникаций. За первое полугодие 2004 г. рассчитываемый ЗАО ФК «Интерфин трейд» индекс телекоммуникаций вырос на 15,72%.

принятые инвесторами итоги их финансовой деятельности в I и II кв. 2004 г. Кроме того, опасность представляет перевес входящего междугороднего трафика над исходящим — величина, индивидуальная для каждой компании связи. Новый порядок взаиморасчетов с Ростелекомом за пропуск междугороднего трафика по сети МРК предусматривает перераспределение оставшейся части трафика после изъятия линейной таксы в тот МРК, из которого этот трафик ушел, что снижает поступления от услуг междугородней связи.

демонстрировали устойчивость к негативной информации. Даже перенос Правительством РФ сроков создания Оптовых генерирующих компаний (ОГК) не смог причинить ущерб стоимости акций компаний отрасли. По сравнению с началом 2004 г. стоимость акций энергетических компаний в среднем выросла на 25%, а рост цен на акции ОАО «Ставропольэнерго» и Волжских ГЭС составил более 100%. При этом российские энергетические активы привлекают не только портфельных инвесторов. Как показал кон-

став 14 ТГК. Низковольтные сети, составляющие 45–55% активов АО-энерго, войдут в состав 5 МРК. Незначительная часть активов (в среднем менее 5%) перейдет в ремонтные и сбытовые компании, а также в Федеральную сетевую компанию (ФСК). В настоящее время процессы преобразования региональных компаний находятся под контролем миноритарных акционеров.

Реформирование отрасли не привело к ухудшению финансового положения или снижению производственных показателей компаний. По итогам 2003 г. убыток получили менее 10 предприятий энергетики. Значительная часть полученной чистой прибыли предприятия электроэнергетики направили на выплату дивидендов. Превышение темпов роста выручки над себестоимостью обеспечивается реализацией программы управления издержками. Снижение затрат для предприятий отрасли является приоритетной задачей, так как в соответствии с решением Правительства РФ темпы роста тарифов на электроэнергию будут ниже, чем на сырье и материалы. В 2003 г. реализация программы обеспечила снижение затрат на 18,7 млрд руб.

По итогам 2004 г. следует ожидать продолжения роста стоимости акций энергетических предприятий. Интерес инвесторов к отрасли будет расти по мере создания новых компаний и появления их акций на рынке. Ценные бумаги вновь создаваемых предприятий будут иметь большую ликвидность. Итоги первого полугодия 2004 г. показали устойчивость тенденции 2003 г. к опережающему росту выручки (в среднем 18%) над себестоимостью производства (в среднем 15%). Накопление инвестиционного ресурса предприятиями отрасли должно обеспечить удовлетворение потребности промышленности в электро- и теплоэнергии. ■

По итогам 2004 г. следует ожидать продолжения роста стоимости акций энергетических предприятий. Интерес инвесторов к отрасли будет расти по мере создания новых компаний и появления их акций на рынке.

Так, по данным *Russian telecom*, поступления от услуг междугородней связи за I кв. 2004 г. по сравнению с I кв. 2003 г. сократились на 32,5%. В то же время в 2 раза выросли доходы от оказания услуг международной связи. Волатильность цен в краткосрочной перспективе объясняется в том числе повышенным риском законодательных изменений, касающихся вопросов лицензирования компаний.

В целом динамика цен на акции в первом полугодии 2004 г. определялась действием краткосрочных корректирующих факторов, не связанных со способностью компаний телекоммуникационного сектора осуществлять эффективную производственную деятельность. По итогам рассматриваемого периода очевидным является повышение значимости фундаментальных факторов в формировании рыночной стоимости компаний, а следовательно, и рост прогнозируемой динамики рыночных цен бумаг. Данный факт подкрепляется растущей информационной прозрачностью работы предприятий отрасли, сохраняющимися возможностями экстенсивного развития и высокой отдачей от вложенных инвестиций. Таким образом, вывод о сохраняющейся привлекательности долгосрочных вложений в телекоммуникационную отрасль имеет хорошие фундаментальные основания.

РОССИЙСКИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ ЭЛЕКТРОЭНЕРGETИКИ

В первой половине 2004 г. цены акций предприятий электроэнергетики про-

курс на право управлять ЗАО «Северо-Западная ТЭЦ», международные компании готовы инвестировать средства в создание новых мощностей в расчете на долгосрочный рост доходов.

Стабильная ситуация на внутреннем рынке позволила РАО ЕЭС в 2004 г. заявить о планах расширения бизнеса: инвестициях в строительство среднеазиатских ГЭС и покупке генерирующих и распределительных активов в Восточной Европе. Компания получает возможность приобретать более дешевую электроэнергию и стремится выйти на рынки с более высокой ценами. Программа реорганизации отрасли, учитывающая мнение большинства акционеров, подкрепляется ростом финансовых и производственных показателей предприятий, о чем свидетельствуют итоги 2003 г. и первого полугодия 2004 г. Таким образом, рост стоимости российских энергетических активов основан не на спекулятивных тенденциях притока краткосрочных средств на фондовый рынок, а на долгосрочном экономическом расчете.

В 2003–2004 гг. началось реформирование отрасли, во многих региональных энергетических компаниях произошло разделение по видам деятельности. Структурирование бизнеса — важный этап для создания более крупных специализированных компаний: территориальных генерирующих компаний (ТГК), межрегиональных распределительных компаний (МРК). Как правило, 40–50% активов региональных энергетических компаний (АО-энерго) составляют генерирующие активы, которые войдут в со-



КОММЕНТАРИЙ СПЕЦИАЛИСТА



Юлия Новикова

аналитик УК «КИТ»

Несмотря на удручающие итоги первого полугодия для фондового рынка страны, отраслевые фонды, ориентированные главным образом на вложения средств пайщиков в акции компаний определенного сегмента российской экономики, показали в большинстве своем положительные результаты. Из 10 отраслевых фондов 7 закрылись с превышением стоимости пая. Прирост составил от 8 до 19%. При этом отдельно следует отметить положительную динамику нефтяных фондов в период рыночной нестабильности, связанной с «делом ЮКОСа». Некоторые управляющие компании наложили временный запрет на операции с акциями ЮКОСа, что позволило избежать крупных убытков во II кв.

Наибольшую стабильность в первом полугодии продемонстрировали телекоммуникационные ПИФы. Частично это связано с ограниченным влиянием «дела ЮКОСа» на стоимость телекоммуникационных компаний в связи с их удаленностью от проблем «олигархической» экономики. Однако в ходе резкого обвала цен в мае—июне капитализация отрасли связи, которая составляет небольшую долю в общем объеме рынка (ее удельный вес равен примерно 5% от всей рыночной капитализации), снизилась до уровня начала 2004 г.

Скорее всего, причина устойчивости телекоммуникационных фондов заключается в том, что данные фонды являются наименее рискованными среди отраслевых фондов, поскольку в них существует возможность создания сбалансированного инвестиционного портфеля из акций и облигаций компаний телекоммуникационной отрасли. Присутствие в составе портфелей телекоммуникационных фондов выпусков облигаций этого сектора поддержало котировки паев в период ухудшения рыночной конъюнктуры. Остальные отрасли представлены на облигационном рынке не так широко, как телекоммуникационная отрасль (в настоящее время на рублевом рынке обращаются 20 выпусков облигаций 13 телекоммуникационных компаний), поэтому энергетические, нефтяные, металлургические фонды в прошлом полугодии инвестировали в основном в акции.

Говоря о будущем отраслевых фондов, прежде всего следует определиться с перспективами самого российского рынка ценных бумаг. Хочется надеяться, до конца года ситуация на фондовом и долговом рынках улучшится. Во-первых, благодаря локализации «дела ЮКОСа» (после того как акции ЮКОСа из разряда «голубых фишек» перешли в разряд «бросовых бумаг» влияние этого фактора на российский фондовый рынок уменьшилось); во-вторых, из-за снижения напряженности в банковской сфере. Факторами рос-

та на ближайшую перспективу являются высокие доходы от сырьевого экспорта: в 2004 г. цены на нефть, некоторые металлы, целлюлозу достигли максимального уровня за последние 2–3 года. В связи с этим отраслевые фонды сохраняют свою привлекательность во второй половине 2004 г.

Помимо данных факторов, в каждой отрасли существуют свои драйверы. В энергетическом секторе главной инвестиционной идеей остается реформа электроэнергетического комплекса страны — в начале 2005 г. ожидается активное реформирование РАО «ЕЭС России», что подогревает интерес к АО-энерго и акциям самого РАО ЕЭС. В телекоммуникационном секторе интрига вызвана предстоящей приватизацией холдинга «Связьинвест», владеющего контрольными пакетами акций 7 межрегиональных операторов связи и оператора междугородней/международной связи Ростелекома. На данный момент ожидается, что правительство примет решение о продаже 75% + 1 акции холдинга и сумма сделки превысит 3 млрд долл. Однако тот факт, что некоторые заинтересованные финансовые группы имеют отношение к телекоммуникационному бизнесу, располагает к увеличению фактической суммы сделки.

Добывающие отрасли в России сохраняют свою привлекательность для зарубежных инвесторов. Возможно, уже в октябре состоится вторая сделка по продаже значительной доли акций российской НК «ЛУКОЙЛ» западной компании. В качестве наиболее вероятного покупателя называют американскую корпорацию *ConocoPhillips*. Инвестиционная идея сохраняется в акциях Газпрома, поскольку согласно последним заявлениям властей либерализация рынка акций газового монополиста остается актуальной задачей.

Наличие инвестиционных идей в различных отраслях российской промышленности не означает их одновременную реализацию, поэтому успешность инвестирования во многом зависит от выбора самого пайщика. Так, например, в 2003 г. наиболее доходными оказались фонды энергетики, в I кв. 2004 г. первенство принадлежало нефтяным фондам. Не исключено, что во втором полугодии наиболее успешными будут фонды телекомов.

Что касается перспектив развития самой отрасли коллективных инвестиций, параллельно с ростом отечественного рынка ценных бумаг будет расти количество отраслевых фондов. Помимо существующих отраслей, на рынке могут появиться фонды финансового сектора, легкой промышленности, однако такая перспектива в настоящее время представляется весьма отдаленной. Гораздо более осуществимым в ближайшем будущем может стать увеличение числа фондов, инвестирующих средства в ценные бумаги машиностроительного сектора и металлургии. Уже сегодня на фондовом рынке обращаются акции более 40 компаний данных отраслей, их совместная рыночная стоимость составляет около 10% суммарной капитализации российского рынка, но низкий уровень ликвидности и невысокий *free float* накладывают определенные ограничения на работу соответствующих отраслевых фондов. ■