



АЛЕКСЕЙ СУВОРОВ
аналитик ЗАО «Паллада Эссет Менеджмент»

В ОЖИДАНИИ НОВОГОДНЕГО «РАЛЛИ»

В данной статье анализируются основные события на российском финансовом рынке за прошедшие 3 мес. и предлагается прогноз ситуации на рынке акций и облигаций на ближайшую перспективу.

КРАТКИЙ ОБЗОР РЫНКА ЗА ПОСЛЕДНИЕ 3 МЕСЯЦА

В конце июля 2004 г. рынок начал восстанавливать утраченные с апреля позиции. При минимальном значении в 518,15 пункта по индексу РТС, зафиксированном 28 июля, рынок продолжил свой рост, длившийся до первой декады октября. Локальный максимум рынка был зафиксирован 12 октября 2004 г. — 691,89 пункта. С этого дня рынок перешел в стадию коррекции, которая давно ожидалась профессиональными участниками. Формальным поводом к этому послужило сообщение начальника главного управления Минюста РФ по Москве Александра Буксмана, о том, что независимый оценщик — банк *Dresdner Kleinwort Wasserstein* оценил активы Юганскнефтегаза в 10,4 млрд долл. Он признал, что в связи с задержкой ЮКОСом процесса погашения налоговой задолженности РФФИ принял решение реализовать часть имущества Юганскнефтегаза. Чиновники РФФИ признали, что воспользовались

минимально возможной оценкой компании при негативном сценарии развития ситуации, а реальная оценка колеблется в пределах 15,3—18,4 млрд долл. Однако данное разъяснение уже не смогло переломить негативный ход событий.

НАИБОЛЕЕ ЯРКИЕ СОБЫТИЯ ОКТЯБРЯ 2004 Г., ПОВЛИЯВШИЕ НА ДИНАМИКУ РЫНКА АКЦИЙ

В целом по итогам октября российский фондовый рынок вырос на 5,06% по индексу РТС, достигнув 29 октября значения в 663,64 пункта (на день закрытия 30 сентября индекс РТС составил 631,65 пункта). Обороты торгов по сравнению с сентябрем увеличились. В первой половине октября рынок продолжил рост, что дало возможность индексу РТС подняться до отметки в 691,89 пункта — максимального значения после апрельской коррекции (12 апреля 2004 г. индекс достиг исторического максимума — 785,52 пункта).

После роста в течение 2,5 мес. российский рынок вошел в стадию коррекции. Новая волна понижения была, как и прежде, вызвана появлением информации по «делу ЮКОСа». В сообщении от 6 октября 2004 г. налоговые органы предъявили претензии к «дочке» ЮКОСа — нефтедобывающей компании «Юганскнефтегаз» на сумму в 27,3 млрд руб. Скорее всего, налоговые службы пытались таким образом понизить оценочную стоимость НК «Юганскнефтегаз», так как международный оценщик — инвестбанк *Dresdner Kleinwort Wasserstein (DrKW)* готовился представить результаты своего исследования в МНС. Между тем представители ЮКОСа официально объявили о завершении первого этапа аннулирования сделки по слиянию НК «ЮКОС» и НК «Сибнефть» и возвращении *Millhouse Capital* 57% акций Сибнефти.

После сообщения А. Буксмана о том, что банк *Dresdner Kleinwort Wasserstein* оценил активы Юганскнефтегаза в 10,4 млрд долл., на рынке началась фиксация прибыли, положившая начало кор-

рекции. Позднее Минюст РФ согласился опубликовать отдельные данные отчета международного оценщика, согласно которым средняя оценка НК «Юганскнефтегаз» составила 15,3–18,4 млрд долл. Спустя несколько дней инвестиционный банк *J.P. Morgan* представил данные альтернативной оценки, показатели которой оказались близки к средней оценке, выставленной *DrKW*, — 16–22 млрд долл., причем негативные сценарии не принимались во внимание.

В последнюю неделю октября помощник Президента РФ Игорь Шувалов высказал мысль, что все нефтяные компании должны быть проверены в связи с «делом ЮКОСа», добавив при этом, что в случае продажи Юганскнефтегаза торги будут открытыми и прозрачными. В свою очередь советник президента Андрей Илларионов заявил, что основная добывающая «дочка» ЮКОСа не может быть продана в 2004 г. менее чем за 17 млрд долл. Однако А. Илларионов выразил надежду на то, что компания сможет расплатиться с долгами без продажи основного актива. Данные события можно отнести к негативным, поскольку у инвесторов (прежде всего иностранных) может измениться отношение к крупным компаниям, в первую очередь нефтяного сектора.

Положительными для рынка можно считать события, способные повлиять как на макроэкономические процессы в стране, так и на развитие отдельных корпораций, повышая инвестиционную привлекательность России в средне- и долгосрочной перспективе. К ним в первую очередь следует отнести повышение прогноза рейтинга агентством *Moody's* (данное событие позволяет провести аналогию с октябрём 2003 г., когда за несколько дней до начала коррекции агентство присвоило России первую ступень инвестиционного рейтинга). В октябре текущего года российскими компаниями заключены (либо озвучены намерения о заключении) важные стратегические международные соглашения. Данные факты говорят не только об интересе Газпрома, ЛУКОЙЛа, РУСАЛа, Северстали, ГМК «Норильский никель» к международным проектам и экспансии на зарубежные товарно-сырьевые рынки, но и о постепенном повышении статуса самих российских эмитентов и страны в целом. Кроме того, золотовалютные резервы ЦБР впервые превысили сумму в 100 млрд долл., зафиксированную на 15 октября 2004 г.

ИТОГИ ОКТЯБРЯ 2004 Г.

В преддверии коррекции многие УК и профессиональные участники рынка цен-

ных бумаг стали сокращать свои портфели, поскольку фундаментальные показатели оказались хуже прогнозов правительства. Об этом свидетельствуют рост инфляции в октябре и возможное превышение 10%-ного порога по итогам года, резкое увеличение объема ЗВР, снижение промышленного производства в августе и сентябре, понижение темпов роста ВВП. Можно говорить о неэффективности экономической политики и необходимости ее изменения с целью повышения доли промышленности и услуг в структуре хозяйства и ВВП.

Положительными для рынка можно считать события, способные повлиять как на макроэкономические процессы в стране, так и на развитие отдельных корпораций, повышая инвестиционную привлекательность России в средне- и долгосрочной перспективе.

Кроме того, сырьевая зависимость заставляет экономику России учитывать мировую конъюнктуру. Например, в октябре произошел обвал цен на Лондонской бирже цветных металлов: цены на никель, медь и некоторые другие металлы снизились на 15–20%, что может негативно сказаться на развитии российских сырьевых компаний, вынуждая их изменить прогнозы по выручке и прибыли за второе полугодие, а следовательно, и сократить дивидендные доходности по итогам года.

НАИБОЛЕЕ ЯРКИЕ СОБЫТИЯ НОЯБРЯ 2004 Г., ПОВЛИЯВШИЕ НА ДИНАМИКУ РЫНКА АКЦИЙ

По итогам ноября российский фондовый рынок снизился на 5,06% по индексу РТС, достигнув 30 ноября значения 627,98 пункта (на день закрытия 29 октября индекс РТС составил 663,67 пункта). Обороты торгов снизились по сравнению с сентябрем на 26,51% — до 328,64 млн долл. (на классическом рынке акций). До 18 ноября на рынке продолжалась вторая волна роста, пытаясь достичь октябрьского максимума — 691,89 пункта по индексу РТС. Однако дальнейшие события, касающиеся прежде всего действия налоговых органов по отношению к НК «ЮКОС» привели к коррекции. Исходя из данных технического анализа, можно говорить о том, что график индекса РТС имеет две вершины. Это может привести к падению

индекса РТС до 585 пунктов, что будет соответствовать уровню коррекции «по Фибоначчи» — 61,8% к общей тенденции от минимума, зафиксированного в июле.

Главным событием ноября стало давно ожидаемое присвоение России инвестиционного рейтинга вторым международным рейтинговым агентством: *Fitch* повысило долгосрочный инвестиционный рейтинг России в национальной и иностранной валюте до уровня *BBB-*. Однако позитивный настрой рынка сменился желанием зафиксировать прибыль с момен-

та предъявления очередных налоговых претензий к ЮКОСу и его дочерним компаниям за 2002 и 2003 гг., а также появления информации о выставлении на аукционные торги 76,79% акций Юганскнефтегаза примерно за 6 млрд долл. (начальная цена лота — 246,75 млрд руб.).

Таким образом, в настоящее время задолженность ЮКОСа составляет около 25 млрд долл. В масс-медиа постоянно появляется информация о претендентах на пакет акций Юганскнефтегаза, однако официально свое желание принять участие в аукционе озвучила лишь компания «Газпромнефть». Совет директоров ЮКОСа назначил два внеочередных собрания акционеров, которые должны решить дальнейшую судьбу холдинга после продажи части основного добывающего актива. Одновременно руководство компании и ее акционеры продолжают борьбу с МНС. Так, *Financial Times* сообщила, что акционеры ЮКОСа приняли решение обратиться в международные суды с жалобой на российские власти с целью добиться компенсации за резкое падение стоимости активов компании.

Помимо событий, связанных с ЮКОСом, важной новостью для рынка является одобрение советом директоров Газпрома создания Газпромнефти, руководителем которой назначен С. Богданчиков. В настоящее время газовый монополист проводит активные операции по консолидации энергетических активов, стремясь стать крупнейшей нефтяной компанией России (через свою «дочку» — Газпром-

нефть). Одновременно Газпром повышает свою значимость на рынке газа Восточной и Западной Европы и улучшает структуру активов компании за рубежом, подписывая соглашения с крупнейшими нефтегазовыми корпорациями Европы. Министры-реформаторы выступают против усиления позиций Газпрома в экономике России и создания гипермонополии, которая будет контролировать газовые, нефтяные, энергетические, а возможно, и иные активы, продолжая, таким образом, создавать государство в государстве

мание на возможное снижение активности иностранных инвесторов по кредитованию дефицитного бюджета США и интереса к американским облигациям. Глава ФРС подчеркнул, что может наступить период, когда соображения диверсификации замедлят и, возможно, ограничат желание инвесторов увеличивать долларовые требования в своих портфелях. В таком случае наиболее оптимальными шагами будет резкое сокращение дефицита бюджета и девальвация долларовых активов.

ЛУКОЙЛ смогла не только успешно провести первичное размещение своих облигаций (ставка купона — 8,25%, что ниже, чем при размещении облигаций Газпрома), но и подписать два достаточно значимых и перспективных контракта в рамках стратегии развития своего бизнеса.

Во-первых, президент ЛУКОЙЛа Вагит Алекперов подписал протокол, положивший начало реализации на условиях СПП газового проекта Кандым-Хаузак-Шады стоимостью 1 млрд долл. Данное соглашение — очередной шаг на пути реализации стратегии по превращению ЛУКОЙЛа во вторую по величине газодобывающую компанию России.

Во-вторых, ЛУКОЙЛ и государственная нефтяная компания Венесуэлы PDSVA подписали меморандум о взаимопонимании, в котором определены основные направления развития их сотрудничества. ЛУКОЙЛ может принять участие в нефтегазовых проектах на территории Венесуэлы, включая разведку и освоение оффшорных месторождений газа. Инвестиции компании в проект могут составить 1 млрд долл. Таким образом, ЛУКОЙЛ продолжает наращивать свои международные активы и контракты.

После 20 декабря рынок может начать новогоднее «ралли», основываясь на новых экономических реалиях после проведения аукциона по продаже части Юганскнефтегаза.

и формировать негативные условия для функционирования независимых предприятий-конкурентов, как это наблюдается в газовой промышленности.

К негативным факторам следует отнести получение российскими нефтяными компаниями новых налоговых претензий, а также предстоящее обнародование Счетной палатой итогов приватизации.

Несмотря на отрицательные последствия усиления роли Газпрома, значимость трансформаций, происходящих в газовом монополисте, и продолжения процесса объединения активов с Роснефтью отметили в ноябре рейтинговое агентство Moody's. В своем пресс-релизе Moody's указало, что Газпром и Роснефть — единственные российские нефтегазовые компании, которые в ближайшее время могут получить инвестиционные рейтинги. Напомним, что на прошедшем в ноябре собрании акционеров была одобрена поправка к уставу, позволяющая государству избежать выставление оферты на приобретение акций у миноритариев. Таким образом, газовый монополист сделал следующий шаг на пути объединения активов с Роснефтью.

МИРОВАЯ КОНЪЮНКТУРА И ВОЗМОЖНЫЕ ЕЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ДЛЯ ФИНАНСОВЫХ И ФОНДОВЫХ РЫНКОВ

Безусловно, на ситуацию на мировом и российском фондовых рынках окажет влияние заявление председателя ФРС США Алана Гринспэна (Alan Greenspan), который в своей речи перед инвестиционным сообществом акцентировал вни-

Кроме того, СМИ Китая со ссылкой на правительственные круги объявили о снижении интереса КНР к долларovým активам. Несмотря на то что данная информация не была официально подтверждена, можно предположить реальную возможность такого сценария.

ПОЛИТИКО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТРАНСФОРМАЦИИ ЛИДЕРОВ РЫНКА

Важной информацией, приведшей к резкому снижению котировок акций РАО «ЕЭС России» в ноябре 2004 г., стали слова министра энергетики и промышленности Виктора Христенко о том, что Правительство РФ не планирует приступать к продаже генерирующих активов ранее чем через год-полтора. По его словам, именно столько времени потребуется на подготовку к аукционам. На очередном заседании правительства, которое состоится 16 декабря, этот вопрос обсуждаться не будет. На наш взгляд, ничего неожиданного не произошло. По сути, министр просто озвучил реальное состояние дел.

В последнюю неделю месяца совет директоров РАО «ЕЭС России» одобрил создание еще двух ТГК путем заключения лицензионных соглашений. Речь идет о Ленэнерго—Колэнерго—Карелэнерго и Красноярскэнерго—Хакасэнерго—Тываэнерго. Работать эти ТГК начнут уже во II кв. 2005 г., однако их акции будут размещены на фондовом рынке только в I и II кв. 2007 г. В декабре текущего года планируется одобрить создание последних ОГК и ускорить подготовку к их акционированию.

Одна из самых стабильных и крупнейших российских нефтяных компаний —

ПРОГНОЗ НА БЛИЖАЙШУЮ ПЕРСПЕКТИВУ

В первой половине декабря прогнозируется дальнейшее понижение индекса РТС до уровня 600—610 пунктов, после чего наиболее вероятно коррекция. При закрытии торговой сессии на уровне ниже 630 пунктов по индексу РТС рынок может продолжить коррекцию в пределах 590 пунктов (отталкиваясь от уровня в 600 пунктов) — наибольшая коррекция «по Фибоначчи», а далее к 550 пунктам — уровню расширения коррекции и поддержки долгосрочных трендов. Данный сценарий может быть реализован в ситуации ожидания аукциона по продаже Юганскнефтегаза и затягивания реформы энергетики, при появлении новых данных, касающихся макроэкономического положения и состояния мировой экономики, действий правительства в декабре, а также закономерном желании крупных инвесторов сформировать портфели по приемлемым ценам.

В то же время к позитивным моментам, способным поддержать рынок, можно отнести высокие цены на сырьевые товары и продолжение притока валютной выручки, высокую рублевую ликвидность, продолжение реформы энергетики, дальнейшие шаги по объединению Газпрома и Роснефти и завершение первого этапа «дела ЮКОСа». Наиболее интересными для инвестиций

могут стать акции металлургических компаний, поддерживаемые высокими мировыми ценами на сталь, а также проведением аукциона по продаже госпакета акций ММК. После 20 декабря рынок имеет все шансы начать предновогоднее «ралли».

Скорее всего, снижение потока валютной выручки произойдет уже к новому году (с учетом задержки поступлений денежных средств за поставленную нефть), так как падение цен на нефть началось после объявления результатов выборов в США. В то же время продолжающееся снижение цен на нефть марки Brent до 35–40 долл./баррель приведет к положительным долгосрочным трансформациям в российской экономике, так как Правительство РФ будет вынуждено заняться структурной перестройкой экономики и ускорить проведение важнейших реформ. В противном случае снижение роста ВВП и промышленного производства, которое наблюдается с июля 2004 г. (в октябре отдельные отрасли смогли показать рост), приведет к давлению на правительство со стороны президента.

Снижение валютной выручки скажется на уровне инфляции, темпах роста золотовалютных запасов, а также на росте курса доллара (под влиянием динамики курсов основных валют на международных рынках и в силу внутренних причин: «дорогой» рубль ослабляет позицию российских промышленников и экспорте-

ров). Возможны одномоментная девальвация рубля на 15–20% (тем более что в бюджете запланировано повышение заработной платы бюджетникам с 1 января 2005 г. в среднем на 30%) или резкое укрепление курса доллара.

И все же после 20 декабря рынок может начать новогоднее «ралли», основываясь на новых экономических реалиях после проведения аукциона по продаже части Юганскнефтегаза. Проведение аукциона (гарантировать это пока нельзя) даст участникам рынка уверенность в окончании дела опальной компании. Кроме того, снижение рынка до уровня 550–585 пунктов по индексу РТС позволит сформировать долгосрочные портфели и подтолкнуть рынок вверх.

ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК В БЛИЖАЙШЕЙ ПЕРСПЕКТИВЕ

В декабре на облигационный рынок будет оказывать влияние сезонный фактор: приток инвестиций из-за рубежа в совокупности с продолжением притока валютной выручки за нефть, поставленную в сентябре–октябре. Значительные внутренние резервы приведут к повышению спроса на облигационном рынке. При одновременном снижении предложения со стороны первичного размещения (однако

не следует забывать о выходе на рынок ОАО «РДЖ», первичное размещение облигаций которого ослабит денежную нагрузку) возрастут котировки на облигации «первого эшелона», за которым со стабильным спрэдом последуют бумаги «второго эшелона». Скорее всего, спрос со стороны западных инвесторов, будет спекулятивным, так же как и со стороны российских игроков, у которых в конце года окажутся свободные ликвидные средства. При сохранении объема долларовой выручки, а также действий ЦБР по снижению темпов инфляции рубль продолжит укрепляться, что будет служить дополнительным стимулом роста и притока новых инвесторов на облигационный рынок.

Прогнозировать ситуацию на январь достаточно сложно. После новогодних праздников и открытия биржи 10 января 2005 г. рынок будет ждать данных по годовой инфляции, темпам роста ВВП и промышленности. На основании этих данных, а также распространенного мнения о стабильном росте рынка до февраля следующего года, которое поддерживается некоторыми крупными брокерами, многие игроки, вероятно, предпримут попытки зафиксировать прибыли уже в январе, что приведет к первой волне коррекции. Что же касается предложения по первичному размещению, то оно традиционно будет низким. ■

УПРАВЛЕНИЕ КОМПАНИЕЙ

Индексы для подписки на почте: 79969
(в каталоге "Газеты и журналы" Агентства
"Роспечать") и 38620 (в Объединенном
каталоге "Пресса России").
Подписка в редакции: тел. (095) 785-81-05,
785-81-00, e-mail: sub_zhuk@rcb.ru



www.ZHUK.net

Ежемесячный журнал, в котором рассматриваются практические аспекты развития компаний, методы повышения их стоимости и новации в практике управления.

Журнал начал издаваться в 2001 году и с этого времени на профессиональном уровне освещает различные аспекты построения стратегии бизнеса, отношений между собственниками и наемными менеджерами, проблемы управления финансами и активами предприятия, технологии принятия решений, маркетинга и продаж, автоматизации бизнес-процессов и многие другие вопросы, интересующие современных предпринимателей.

Согласно опросам читателей, материалы, публикуемые в журнале, интересны как собственникам и высшему менеджменту, так и руководителям и специалистам по самым разным составляющим бизнеса: управлению финансами, маркетингу и PR, аналитике, информационным технологиям, управлению персоналом. Системный подход к подготовке материалов позволяет увидеть многообразие возможных решений существующих проблем, вести эффективное управление, рационально использовать имеющиеся ресурсы.

"Управление компанией" — журнал для тех, кто хочет грамотно и эффективно развивать собственное дело, кто стремится использовать самые прогрессивные методы и подходы в развитии бизнеса, кто действительно хочет стать лидером.