

D'

Акции. Облигации. Валюты. Бизнес

«Облачные» спекуляции:

как зарабатывают индикатором Ишимоку С. 36

Вы отстаёте от биржи на 15 миллисекунд С. 42

Проект «Эмансипе»: как и зачем насаждается феминизм С. 47

ШТРИХ

Токио — Гонконг — Москва — Лондон — Нью-Йорк

«ГАЗПРОМ» ВЫГОРАЕТ

Акции GAZP выходят из моды

ISSN 1818-5231
9 771818 523777
09004





журнал о биржевой торговле, инвестировании и бизнесе

Стратегии инвестгуру ■ IT-механика для спекулянта ■ Что будет с долларом
Секреты биржевого мастерства ■ Идеи нового бизнеса ■ Недвижимость



Вы можете оформить подписку на печатную версию и pdf-версию:

1 НА САЙТЕ WWW.EXPERT.RU/SUBSCRIBE/D

2 ПО ТЕЛЕФОНАМ:
8-800-200-80-10 (звонок БЕСПЛАТНЫЙ ИЗ ЛЮБОГО РЕГИОНА РФ, в том числе с мобильного)
8 (495) 609-60-89 (для Москвы)

3 ВО ВСЕХ ПОЧТОВЫХ ОТДЕЛЕНИЯХ РОССИИ:
36090 и **48335** – подписные индексы
в КАТАЛОГЕ АГЕНТСТВА «РОСПЕЧАТЬ»
38740 и **38745** – в объединенном каталоге «Пресса России»

Стоимость годовой подписки:

на печатную версию – 1200 руб.
на pdf-версию – 999 руб.
(включая НДС и стоимость доставки)
оплата pdf-версии
с помощью SMS ≈ €1*

* около 45 руб.

ПОДРОБНО:
[HTTP://WWW.EXPERT.RU/PAYMENT/SMS](http://WWW.EXPERT.RU/PAYMENT/SMS)

Реклама

Журнал можно приобрести: в торговых сетях «Ашан», «Перекресток», «Рамстор», «Метро», автозаправках ТНК-BP и уличных киосках



ТЕЛЕКАНАЛ

ЭКСПЕРТ
МЕДИАХОЛДИНГ

ЭКСПЕРТ

РОССИЯ И МИР ГЛАЗАМИ РУССКОГО КАПИТАЛА

Эксклюзив

4 МАРТА

Четверг

23:00

Повторы

Суббота Воскресенье
18:30 12:00



«ВЕРУШКА»

Документалистика. История жизни фотомодели, актрисы и музы Сальвадора Дали.

Специальный проект сезона на деловом информационно-аналитическом телеканале «Эксперт-ТВ»: современная экономическая и политическая публицистика.

Документальное кино на «Эксперт-ТВ» — это серьезное исследование и анализ событий. В эфире телеканала фильмы о главных трендах современности: истоках терроризма, самых громких банкротствах последнего времени, причинах и последствиях экономических кризисов и политических перемен, которые произошли в результате изменения в экономике. В документальный показ «Эксперт-ТВ» вошли фильмы лучших современных режиссеров-документалистов.

Смотрите «Эксперт-ТВ» в сетях



и у других кабельных и спутниковых операторов

Распространение «Эксперт-ТВ»

+7 (495) 651 6558
region@tv.expert.ru

tv.expert.ru

Реклама на «Эксперт-ТВ»

+7 (495) 651 6555, 651 6551
sales@tv.expert.ru

*Параметры настройки см. на сайте: www.tv.expert.ru/broadcast/

ЭКСПЕРТ

МЕДИАХОЛДИНГ «ЭКСПЕРТ»
 Генеральный директор Валерий Фадеев
 Шеф-редактор Татьяна Гурова
 Коммерческий директор Дмитрий Лазарев
 Финансовый директор Андрей Болдин
 Директор по инвестициям Виктор Суворов
 Директор по производству Борис Каган
 ИТ-директор Евгений Мальцев



Главный редактор Константин Илющенко, konst@expert.ru
 Заместители главного редактора
 Евгения Обухова, obuhova@expert.ru
 Александр Поталов, potalov@expert.ru
 Арт-директор Виталий Михалицын, mikhailitsyn@expert.ru
 Ответственный секретарь / верстка Ольга Бажанова
 Корреспонденты Кирилл Бушуев, Сергей Еремин,
 Инга Коростылева, Юрий Коротецкий,
 Алина Любимская
 Дизайнер Жанна Баронина
 Дизайнер графиков Петр Кузьмин
 Корректоры Татьяна Королева, Анна Кузьменкова

Директор по рекламе Анастасия Жаворонкова
 Дирекция рекламы Марина Антипина,
 Люся Аракелян, Ирина Тебякина
 Тел. отдела рекламы: 510 5643
 Директор по рекламе и развитию проекта Fincake.ru
 Василий Плещенко
 Тел. отдела интернет-рекламы: 755 8396
 e-mail: ple@expert.ru
 Бренд-менеджер Алексей Дудкин

Техническое обеспечение
 дизайн-студия журнала «Эксперт»
 Адрес редакции:
 125866, г. Москва, ул. Правды, д. 24 (НГК)
 Секретариат редакции:
 тел.: 789 4465, 228 0087, факс: 228 0078
<http://www.expert.ru>, d@expert.ru

Редакция не несет ответственности за
 достоверность информации, опубликованной
 в рекламных объявлениях и сообщениях
 информационных агентств.
 Перепечатка материалов из D' без согласования
 с редакцией запрещена.
 Учредитель ЗАО «Медиахолдинг «Эксперт»».
 Зарегистрировано в Россвязькомнадзоре,
 ПИ №ФС77-35209 от 06 февраля 2009 г.
 Издатель ЗАО «Группа Эксперт».
 ISSN: 1818-5231
 Отпечатано в Oy ScanWeb Ab, Korjalankatu 27,
 45100, Kouvolaa, Finland.
 Тираж 50 500 экз. Цена свободная.
 © ЗАО «Группа Эксперт», 2009



Обложка: Екатерина Пыталева
 В коллаже использованы фотографии
 агентства PhotoXPress.ru

№04 (88) ФЕВРАЛЬ 2010



ЗАХОДИТЕ НА
WWW.FINCAKE.RU

ТОЛЬКО НА САЙТЕ



**ЕВРОПЕЙСКИЕ БАНКИ ПОДВОДЯТ
 ИТОГИ ГОДА.** Чья тактика выжи-
 вания оказалась самой успешной?



ЗАБАСТОВКА TOTAL: как акционе-
 ры расплачиваются за противо-
 стояние топ-менеджмента и проф-
 союзов

тема номера



8

РЕКВИЕМ ПО ТРУБЕ

14

РАЗВЕСИСТОЕ IPO

С точки зрения популярных финан-
 совых мультипликаторов акции
 «Газпрома» выглядят дешево. Но инве-
 сторы в них не верят — из-за долга
 компании, который сопоставим с
 ВВП Сирии, Анголы и Ирака. Не по-
 радует инвесторов и «младший брат»
 «Газпрома» — Газпромбанк, который
 выведет на биржу не только свой
 банковский бизнес, но и свои много-
 численные непрофильные активы

Мнение сторонних авторов и комментаторов, цитируемых в журнале,
 может не совпадать с мнением редакции.

НОВОСТИ

- 04** ГУРУ УХОДЯТ В КЭШ
БАНКИ МНОГО НЕ ДАДУТ
100 У. Е. ЗА БОЧКУ?
ХИМИЯ. ЭНЕРГЕТИКА. ЕДА.
КИТАЙ «ЗАКРУЧИВАЕТ ГАЙКИ»
ВЕЗЕТ НЕ ВСЕМ
ХЛАМ В ОБМЕН НА АВТОВАЗ
CITIBANK ОПТИМИСТ
АМЕРИКАНСКИМ БАНКАМ
ВСЕ ХУЖЕ
НЕДОСТАТОЧНО МОЩНЫЕ
ОТКРОЙ БИРЖУ

торги

- 18** БИРЖЕВАЯ ПЛОЩАДЬ
ИММУНИТЕТ К РОСТУ
Российский рынок проигнорировал рост американских индексов, отыграл повышение ставки ФРС и теперь ждет марта
- 22** ВАЛЮТНЫЕ ИГРЫ
РАЗВЕДКА БОЕМ
Несмотря на ужесточение монетарной политики ФРС США, катастрофы на рынках не произойдет
- 24** НА ПАЯХ
ТЕЛЕКОМЫ ЕЩЕ ПОБУДУТ В ЛИДЕРАХ
Управляющие компании почували оживление и начали менять свой бизнес и свои фонды



36

промзона

- 16** ТИХИЙ ПЕРЕВОРОТ
Группа ММВБ получила урок от кризиса и предложила новый вариант проведения торгов. Теперь по некоторым акциям существует два «стакана» котировок

inside / outside

- 25** АКЦИИ НА ПОСЕВ
Ставка инвесторов на металлы себя изжила, им пора переключаться на более перспективные активы — удобрения
- 28** СЫГРАТЬ НА ИЛЛЮЗИИ
Как Disney Company справляется с кризисом и выгодны ли инвестиции в акции киностудий

алхимия финансов

- 32** «ЭТО ПОХОЖЕ НА ФИЗИЧЕСКИЙ ЭКСПЕРИМЕНТ»
Интервью со старшим управляющим активами УК «Уралсиб» Игорем Михайловым
- 36** ХИТРАЯ ПРОСТОТА ИШИМОКУ
Как «большой и добрый» Хан играет на бирже своими и чужими средствами с помощью «облака» Ишимоку и почему он регулярно выводит деньги с брокерского счета

IT-механика

- 42** 15 МИЛЛИСЕКУНД ЗА 10 ЛЕТ
Разработчики системы интернет-трейдинга QUIK и представители ММВБ и РТС — о скорости работы систем
- 44** ЛАБОРАТОРИЯ TRADE SYSTEM
Что представляет собой российский ответ Wealth-Lab. Тестирование бета-версии программы TSLab, которая предназначена для адептов автотрейдинга

Акции производителей удобрений – «горячие пирожки» с претензией на серьезный рост.

Как на них заработать — стр. 25



28

теория заговоров

- 47** ПРОЕКТ «ЭМАНСИПЕ»
Как и зачем финансовая элита насаждает феминизм

бизнес

- 50** ДЛЯ ПОЛЬЗЫ ДЕЛА
Интернет-пользователи привыкли приобретать различные товары в Сети, но заказ услуг онлайн пока еще редкость
- 54** ДВИЖЕНИЕ НА ВОСТОК
Иногда бизнесменам в России легче завоевать местный рынок, начав с экспансии на Западе
- 56** ХОЖДЕНИЕ ПО МУКАМ
Не каждый предприниматель осилит, казалось бы, самый легкий этап на пути к миллиону — регистрацию фирмы

банки

- 57** ГИБКИЙ ДЕПОЗИТ
Чем больше опций у вклада, тем меньше ставка. Это верно, но многие ценят во вкладе именно мобильность

индикаторы

последний штрих

- 64** ДЕВУШКА ГЛАЗАМИ ТРЕЙДЕРОВ

Следующий номер выйдет 15 марта

ИНВЕСТИЦИИ

ГУРУ УХОДЯТ В КЭШ

Управляющие западных фондов начинают избавляться от акций

Стоимость акций 5 тыс. американских компаний, обращающихся на фондовом рынке, за год с момента запуска мер по стимулированию экономики выросла на 43,84%, или \$4,2 трлн, сообщила в конце февраля компания Wilshire International. Вряд ли столь существенный рост повторится в 2010 году, и портфельные управляющие уже начали это осознавать.

Так, компания инвестиционного гуру Уоррена Баффета Berkshire Hathaway уже сообщила о сокращении своей доли в американских «голубых фишках»: ConocoPhillips, Johnson & Johnson и Procter & Gamble. Продажа произошла в четвертом квартале 2009 года и, по официальной версии, связана с необходимостью наличия средств для поглощения железнодорожной компании Burlington Northern Santa Fe (напомним, это крупнейшая инвестиция Баффета, сделка обойдется ему более чем в \$30 млрд).



Европейские инвесторы в феврале также увеличивали свои позиции в наличных средствах и облигациях, сокращая вложения в акции и альтернативные активы. Об этом свидетельствуют результаты опроса агентства Reuters. Доля акций в типовом диверсифицированном портфеле сократилась с 51,2% в январе до 49,8% в феврале. В то же время доля облигаций — как государственных, так и корпоративных — выросла с 36,8 до 37,4%, наличных средств — с 5,3 до 6,5%.

КОММЕНТАРИЙ

«“Быки”, слушая речи главы ФРС, удерживали длинные позиции. Однако когда прозвучало: “Мы изучаем финансовые сделки между Goldman Sachs и Грецией”, “быки” решили, что пора выходить из “лонгов”», — говорит ведущий аналитик ГК «Броко» Владислав Гуров.

ДЕПОЗИТЫ

БАНКИ МНОГО НЕ ДАДУТ

Ставки по депозитам падают вслед за инфляцией

По данным Центробанка, во второй декаде февраля максимальная процентная ставка 10 самых крупных банков (тех, кто привлекает больше всех депозитов физических лиц) упала ниже 11%. Снижение ставок продолжается: в январе спад составил 1,27%, в первой декаде февраля — 0,5%. Мониторинг проводится среди таких банков, как Сбербанк РФ, ВТБ 24, Банк Москвы, Райффайзенбанк, Газпромбанк, Росбанк, Альфа-банк, «Уралсиб», Промсвязьбанк и МДМ-банк. ЦБ РФ проводит данный мониторинг с июля 2009 года: тогда усредненная максимальная ставка по депозитам составляла 14,85%. А глава ЦБ Сергей

Игнатьев даже предупреждал, что у банков могут возникнуть проблемы с получением прибыли из-за привлечения средств населения по завышенным ставкам.

Для снижения ставок складываются благоприятные условия: 24 февраля впервые в этом году российским ЦБ были понижены ключевые ставки. Ставка рефинансирования сократилась на 0,25%, до 8,50% годовых. В прошлом году, напомним, эта ставка снижалась 10 раз, общее снижение составило 4,25%.

Еще одним фактором уменьшения банками процентных ставок является снижение инфляции. По прогнозам Минэкономразвития, в феврале инфляция составит 0,8% — по сравнению с 1,6% в январе.



НЕФТЬ

100 У. Е. ЗА БОЧКУ?

Уже в этом году цена на нефть вновь может добраться до \$100 за баррель. Такой прогноз сделали аналитики Barclays Capital и Bank of America. Оптимизм звучит с начала кризиса впервые, поэтому эксперты оговариваются: цена на этом уровне долго не продержится и пойдет вниз. Тем не менее в Barclays Capital

считают, что средняя цена нефти в 2010 году составит \$85 за баррель, в Bank of America указывают на диапазон \$65–105. В ближайшие два-три года цены на нефть вряд ли будут выше \$100 за баррель: в мире слишком много добывающих мощностей. А вот в перспективе пяти лет нефть все же может подорожать до \$150.

Основным драйвером роста нефтяных цен станет спрос со стороны развивающихся экономик. Потребление нефти в Китае, например, не сокращалось и в кризис, а к 2015 году оно вырастет на треть по сравнению с 2009-м, указывает Bank of America.



IPO

ХИМИЯ. ЭНЕРГЕТИКА. ЕДА

Очередная порция размещений этой весной: компании ищут деньги на выплату долгов и пополнение капитала

Один из крупнейших производителей азотных и фосфорных удобрений в России «Уралхим» намерен в марте разместить 30% своих акций на сумму \$600 млн в Лондоне и Москве. Организацией размещения займются UBS, Renaissance Capital и Morgan Stanley. Ранее компания уже начинала подготовку к листингу в 2008 году, однако тогда помешал кризис. Привлеченные средства пойдут на погашение долгов.

Нефтесервисная группа Integra пока не планирует размещать новые акции, однако увеличила квоту на размещение GDR на London Stock Exchange (LSE) еще на 50 млн штук, или 27% капитала. Осенью прошлого года компания уже разместила 38 млн GDR, или 26,5% уставного капитала, на LSE. Тогда удалось привлечь \$95 млн.

В первой половине 2010 года, возможно, выйдет на IPO подконтрольная Олегу Дерипаске энергетическая компания «Евросибэнерго». Листинг может пройти в Гонконге. В планах компании привлечь до \$1,5 млрд. Вторичное размещение в ближайшее время проведет единственный торгуемый на бирже ресторанный холдинг «Росинтер». Планируется привлечь до \$25 млн, которые будут израсходованы в том числе на выплату долгов. К допэмиссии готовится и Банк Москвы: по открытой подписке он продаст 20-процентный пакет за \$720 млн. Деньги банку нужны для пополнения капитала, значительную часть допэмиссии выкупит правительство Москвы.

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

КИТАЙ «ЗАКРУЧИВАЕТ ГАЙКИ»

Центробанк Китая вновь ужесточил кредитную политику в стране: 21 февраля он опубликовал новые правила, регулирующие выдачу кредитов. На этот раз власти КНР требуют более тщательно относиться к вопросам платежеспособности клиентов. Кроме того, отдельное внимание уделяется анализу кредитных рисков, передает The Associated Press. Новая политика будет распространяться как на физических, так и на юридических лиц. Однако реакция фондовых рынков на действия ЦБ Китая была нейтральной, так как ЦБ страны уже давно дает понять, что продолжит ужесточать свою политику, чтобы предотвратить «мыльный пузырь» в экономике.



Финансовый супермаркет

29-31 МАРТА 2010 г.

ВЫСТАВКА ФИНАНСОВЫХ ПРОДУКТОВ

Организатор: ФинМир

При содействии:

Лучшие предложения финансовых компаний для частных лиц и предпринимателей:

ИНВЕСТИЦИИ ■ СТРАХОВАНИЕ ■ КРЕДИТЫ
ЦЕННЫЕ БУМАГИ ■ УПРАВЛЕНИЕ ЧАСТНЫМ КАПИТАЛОМ

Универсальный (выставочный) зал Правительства Москвы
ул. Новый Арбат, 36/9, рядом с метро «Краснопресненская», тел.: (495) 785-29-27

Генеральный информ. партнер:



Стратегический медиа-партнер:



Наши официальные партнеры:



ВПЕРВЫЕ! ДЛЯ СОБСТВЕННИКОВ МАЛОГО И СРЕДНЕГО БИЗНЕСА БУДУТ ОТКРЫТЫ САЛОНЫ «ФИНАНСОВЫЕ УСЛУГИ ДЛЯ БИЗНЕСА 2010» и «ЛИЗИНГ 2010»

ОБЛИГАЦИИ

ВЕЗЕТ НЕ ВСЕМ

«Глобэкс» разместил облигации удачно, «Виктория» — не очень. Впереди целый год новых облигационных займов



В феврале свои облигации разместили банк «Глобэкс» и ГК «Виктория». Размещение «Глобэкса» признано более чем удачным: его первый выпуск биржевых облигаций был продан с доходностью всего 9,25% — это ниже границы изначально запланированного диапазона 9,75–10%. Причина — в ажиотажном спросе: на 5 млрд руб. было выставлено заявок более чем на 12 млрд! Вдохновленный успехом, в ближайшее время банк может выйти на рынок еще с одной серией облигаций также на 5 млрд руб.

ГК «Виктория», как и «Глобэкс», планировала два выпуска биржевых облигаций, но теперь ей придется обойтись одним: первое размещение стало весьма неудачным. Привлечь удалось всего 1,5 млрд руб., хотя объем выпуска составил 2 млрд руб. Да и купон оказался высок — 12,5% годовых. Все полученные от размещения средства «Виктория» направила на погашение находящихся в обращении облигаций.

Всего сейчас в статусе зарегистрированных и ожидающих благоприятной рыночной конъюнктуры для размещения находятся 280 выпусков 80 эмитентов на 140,6 млрд руб. Из ближайших размещений первого эшелона можно отметить МТС, банк «Зенит» и ОГК-2. Отдельного разговора заслуживает «Росгосстрах»: он выйдет на рынок корпоративного долга впервые и продаст сразу два выпуска на 9 млрд руб.

АВТОРЫНОК

ХЛАМ В ОБМЕН НА АВТОВАЗ

В России стартует программа по утилизации авто. Во всем остальном мире она была успешной

8 марта в России стартует Программа по утилизации старых автомобилей (неофициальный вариант названия — «Автохлам в обмен на деньги», аналог западных программ «Деньги за драндулеты»). За старый авто можно будет получить сертификат на 50 тыс. руб. и использовать его при покупке новой машины отечественной сборки. Всего в рамках данной программы можно будет приобрести 66 моделей. Обменять старый автомобиль на деньги можно, если владелец купил его более года назад, а самой машине больше 10 лет и она еще на ходу.

Тем не менее, согласно опросу ВЦИОМа, 59% владельцев автохлама не собираются участвовать в этой программе. Среди основных причин — недоверие к госпрограммам в принципе.

Аналогичные программы ранее были успешно опробованы в Европе и США. Благодаря этому, к примеру, число регистраций новых автомобилей в странах Евросоюза выросло на 12,9% в годовом исчислении в январе 2010 года. Об этом свидетельствуют данные региональной ассоциа-



ции автомобилестроителей ACEA. В России же для автозаводов год был провальным. По оценкам компании PricewaterhouseCoopers, российский автомобильный рынок в 2009 году снизил общий уровень продаж на 56%. Около четверти всех реализованных иностранных машин составили прошлые запасы, ввезенные в Россию до начала кризиса. Меньше всего пострадал сегмент иномарок российской сборки, а также люксовые бренды.

АвтоВАЗ уже начал по-своему готовиться к старту программы: 15 февраля автопроизводитель повысил цены на весь свой модельный ряд.

ПРОГНОЗЫ

СИТИБАНК ОПТИМИСТ

Citibank более чем вдвое повысил прогноз роста ВВП России на 2010 год — до 6,2% с 3%. Теперь Citi — самый большой оптимист среди всех, кто высказывался по поводу нашей экономики. До этого самый смелый прогноз по росту ВВП в 2009 году — «более 5%» — принадлежал главе Центробанка РФ Сергею Игнатьеву и его первому заму Алексею Улюкаеву. Среди инвестиционных компаний самый высокий прогноз давала «Тройка Диалог» (5%). В прошлом году ВВП РФ упал, по оценке Росстата, на 7,9%. Основными факторами, подтолкнувшими сейчас Citi повысить прогноз по ВВП России, стали растущий внутренний спрос и стабилизация ситуации в экономике.

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР США

АМЕРИКАНСКИМ БАНКАМ ВСЕ ХУЖЕ

Согласно последнему квартальному отчету Федеральной страховой корпорации США (FDIC), число проблемных банков в стране в конце 2009 года достигло 17-летнего рекорда. В список банков, имеющих проблемы, вошли 702 кредитных учреждения, что на 27% больше, чем в третьем квартале 2009-го. Размер активов проблемных банков на конец года превысил \$402 млрд. Всего к проблемным сейчас относятся 8,7% американских финансовых институтов. При этом еще в конце 2008 года, по данным FDIC, в стране было только 252 проблемных банка с активами на сумму \$159 млрд.

Таким образом, число банкротств финансовых институтов в США может вырасти. В прошлом году в стране закрылись 20 банков. Для сравнения: в 2007-м и 2008 годах прекратили свое существование всего 28 банков.

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

НЕДОСТАТОЧНО МОЩНЫЕ

Правительство сделало еще один шаг к установке параметров для рынка мощности

Премьер-министр РФ Владимир Путин в конце февраля подписал постановление, определяющее принципы работы рынка мощности. Напомним, именно обновленный рынок мощности с определенными тарифами должен обеспечить возврат инвестиций в электроэнергетику.

Плата за мощность — это один из двух источников выручки генерирующих компаний. Именно плата за мощность должна покрывать расходы на инвестиции в генерацию.

Подписывая постановление, Владимир Путин похвалил компании, которые в срок реализуют свои инвестиционные программы: «Газпром», «Интер РАО ЕЭС», РЖД, Е.ON, Enel, Fortum, «ЛУКОЙЛ». Одновременно премьер критически высказался в адрес компаний, откладывающих модернизацию и строительство новых мощностей: ОГК-3, ТГК-2, ТГК-4, КЭС.



Однако стоимость вводимых мощностей еще неизвестна. Обнародованы лишь планы. Так, среднемесячная цена на имеющиеся мощности в 2011–2013 годах составит 151 тыс. руб. за 1 МВт для ценовой зоны Европы и Урала и 182 тыс. руб. за 1 МВт для Сибири.

Объявленные показатели оказались выше ожиданий, что вызвало рост акций энергетического сектора. Лидерство в росте заняли бумаги ТГК-1, «Газпрома» и вызвавших недовольство премьера ТГК-6 (КЭС) и ТГК-4 (ОНЭК-СИМ). Напомним, что за невыполнение инвестиционных планов энергокомпаний могут быть оштрафованы на 20% от размера инвестиций.

СОРЕВНОВАНИЯ

ОТКРОЙ БИРЖУ

Брокерский дом «Открытие», РТС и РЭА им. Г. В. Плеханова начинают Первый межвузовский чемпионат «Открытые финансовые недели». Чемпионат пройдет с 5 по 25 марта 2010 года и будет состоять из пяти этапов, в ходе которых надо проходить тестирование, решать кейсы и участвовать в кейс-соревновании, а также в биржевых играх. К чемпионату будут допущены студенты и аспиранты московских вузов, зарегистрировавшиеся на сайте Openweeks.ru до 3 марта. Победитель получит ноутбук и 4 тыс. руб. на счет на FORTS.

Выставка

Частные школы

Лучшее будущее для Вашего ребенка!

Москва

13 марта

13.00–17.00

Отель «Рэдиссон Славянская»,
пл. Европы, 2 (м. Киевская)



- Школы-пансионы Тестирования
- Частные школы Москвы и подмосковья
- Иностранные языки Детский уголок
- Каникулы за рубежом Подготовка к школе
- Подготовка в вуз Детские сады
- Частные школы за рубежом

Всем посетителям – справочник в подарок!

Вход **БЕСПЛАТНЫЙ**. Пожалуйста, зарегистрируйтесь:

www.examen.ru

+7 (495) 933-1098



ЕВГЕНИЙ ОГОРОДНИКОВ

РЕКВИЕМ ПО ТРУБЕ

Инвесторы плохо покупают и, по всей видимости, будут плохо покупать акции «Газпрома», долг которого сопоставим с ВВП Сирии, Анголы и Ирака



ДОЛГИ

«Газпром» планирует в 2010–2015

годах разместить биржевые облигации на сумму до 300 млрд руб. Компания продолжает огромными темпами наращивать свой долг, при этом производственные и финансовые показатели оставляют желать лучшего.

Чистая прибыль «Газпрома» по международным стандартам финансовой

отчетности (МСФО) за девять месяцев 2009 года сократилась на 36,2% по сравнению с аналогичным периодом 2008-го — до 479,29 млрд руб. Долг вырос с 2,2 трлн до 2,7 трлн руб. (\$90 млрд). Добыча газа «Газпромом» в 2009-м, по данным Минэнерго РФ, по сравнению с 2008 годом снизилась на 16,1% — до 462,2 млрд куб. м.

Акции «Газпрома» существенно отстают от всего российского фондового рынка. С начала 2009 года индекс РТС вырос на 127%, индекс РТС «Нефть и газ» — на 83%, а акции «Газпрома» — на 52%. Если сравнить рублевую стоимость акций с индексами ММВБ, то мы увидим похожую картину. То, что акции «Газпрома» чувствуют себя хуже рынка, стало заметно летом 2009 года. Сейчас довольно часто можно встретить комментарии аналитиков, предвещающих бурный рост акций концерна. По данным самого «Газпрома», который недавно проводил встречу с инвесторами, 24 инвестиционные компании рекомендуют покупать его акции, чья справедливая цена составляет 254 руб., текущая биржевая цена — 170 руб.

Аргумент многих заключается в том, что коэффициент P/E (отношение капитализации к годовой прибыли) компании составляет 5,5 единицы, что довольно дешево даже по российским меркам и ровно в два раза дешевле 2004 года — тогда P/E составлял 11 единиц (расчеты Альфа-банка).

С точки зрения популярных финансовых мультипликаторов «Газпром» действительно выглядит дешево. Его текущая капитализация составляет 4 трлн руб., а если посмотреть в его последнюю консолидированную отчетность (третий квартал 2009 года), то мы увидим, что только основные средства компании (в них включается также стоимость лицензий на разработку месторождений) оцениваются в 4,6 трлн руб. Если посчитать стоимость чистых активов — активы минус долг, мы получим цифру 5,4 трлн руб. Таким образом, на бирже компания стоит ниже балансовой стоимости — P/BV равняется 0,75. Это ли не дешево?

Однако такая ситуация не стала неожиданностью. В апреле 2009 года стратег Альфа-банка Рональд Смит выпустил аналитический отчет, в котором акциям «Газпрома» была присвоена рекомендация «ниже рынка». Причиной называлось резкое сокращение экспорта газа на 20%. Перспективы концерна оценивались негативно.

Начальник отдела аналитических исследований компании «Универ капитал» Дмитрий Александров указывает на два фактора, которые негативно отразились на бизнесе «Газпрома». Первый — его переориентация с добычи на транспортировку, а это менее рентабельный бизнес, тем более что «Газпром» начал проекты «Северный поток» и «Южный поток» в условиях серьезной неопределенности со стороны потребителей. Для сравнения: трубопровод Восточная Сибирь—Тихий океан проложен «Транснефтью» с уверенностью в его востребованности. Второй фактор — потеря доходов от перепродажи среднеазиатского газа в Европу. Сейчас контракты заключаются с ценой по «европейской» формуле, где прибыль «Газпрома» намного меньше, чем была.

Аналитики «Юникредит секьюритиз» указывают на то, что налого-

В общем, если говорить о стоимости акций «Газпрома» в будущем, то участников рынка очень беспокоит, что будет с бизнесом компании. Поэтому резкого роста стоимости акций ждать не следует, и исторический максимум 369,5 руб. может быть достигнут еще не скоро.

ДЕТСТВО, ОТРОЧЕСТВО

В 1970–1980-е годы в СССР были открыты крупные месторождения газа в Сибири, Поволжье и на Урале. Это сделало Советский Союз крупнейшим добытчиком и экспортером природного газа в мире. Внешняя конъюнктура позволяла продавать энергоносители по огромным ценам и в прямом смысле «закапывать деньги в землю» — строить крупнейшие в мире трубопроводы нефти и газа. В начале 1990-х Министерство газовой промышленности было трансформировано в РАО «Газпром». Нельзя сказать, что «роды» «Газпрома» прошли безболезненно: монополия потеряла огромную часть своего имущества — треть всех трубопроводов и четверть компрессорных станций во время распада Советского Союза. Тем самым была нанесена глубочайшая «родовая травма», от которой газодобытчик не может отделаться до сих пор.

Однако потерями перестройки беды «Газпрома» не закончились. В 1990-е годы во главе концерна был поставлен Рем Вяхирев, который через различные схемы фактически контролировал целую отрасль страны. В аналитических материалах для инвесторов значилось, что за ОАО «Газпром» осталось лишь 10% имущества легендарного министерства. Столь радикальные взгляды были небезосновательны. Из-под контроля структуры отпочковывались один за

Долг «Газпрома» в 2002 году составлял \$15 млрд при выручке \$19 млрд. В то время Михаил Ходорковский заявил, что может представить банкротство «Газпрома»

обложение газовой отрасли остается низким по сравнению с нефтянкой. Налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ) по газу ниже. Поэтому существует угроза повышения НДПИ для газовиков в условиях дефицита федерального бюджета РФ в 2010 году, который составит 7,2% ВВП.

другим активы, приобретающие новых владельцев: «Сибур», «Арктикгаз», «Роспан», «НоваТЭК» и т. д. Холдинг обрастал и надстройками: например, компания «Итера» — посредник в торговле газом. Еще один элемент реформирования концерна — приватизация происходила по смехотворным ценам. Вау-

черы обменивали на акции из расчета капитализации компании \$47 млн.

ЮНОСТЬ

Все поменялось с приходом новой команды Алексея Миллера в 2001 году. В какой-то момент холдинг начал «играть мышцами». Обладая льготным налогообложением по добыче газа, компания стала контролировать существенный денежный поток, который был направлен на сделки слияния и поглощения. На первом этапе «Газпром» начал возвращать под свой контроль все утраченное в 1990-е. Зачастую договаривался с новыми владельцами новый менеджмент жестко.

Вторым этапом стала активизация на рынке нефти, финансов и СМИ. Концерн поглотил «Сибнефть», а из своего расчетного банка вырастил крупнейший в стране финансовый холдинг Газпромбанк (третье место по размеру активов). В дальнейшем силы холдинга только росли, и из «одноголового динозавра» он превратился в «многоголового змея». Компания агрессивно скупает конкурентов, и из последних «побед» стоит отметить сербскую NIS и английскую Sibir Energy.

Помимо обозначенных «голов» «Газпром» имеет интересы и в других отраслях российской экономики. Под ее контроль попали ОГК-2, ОГК-6, ТГК-1 и «Мосэнерго», а также миноритарные пакеты акций еще девяти компаний—наследниц РАО ЕЭС. Стоит отметить и участие монополии в капитале транспортных компаний — «Газпромавиа» и «Газфлот», а также связи — «Газком», «Газпромсвязь» и «Газтелеком».

Все это стало наглядным свидетельством того, что «Газпром» является государством в государстве. Общая численность персонала группы «Газпром» на начало 2009 года составляла более 376 тыс. человек. В основных обществах — по добыче, транспортировке, подземному хранению и переработке газа — было занято 221,3 тыс. работников.

«Газпром» имеет в своем распоряжении связь, транспорт, вооруженную охрану (читай — «армию»), содержит целые города. По данным монополии, она контролирует более 9,5% ВВП страны. А каждый пятый рубль в бюджете РФ поступает от предприятий «Газпрома».

ОБРАТНО В МИНИСТЕРСТВО

С окончанием 2000-х круг для «Газпрома» замкнулся. Он вновь все больше походит

ВЗРЫВ ТРУБЫ

В ночь с 18 на 19 марта 2007 года в пяти километрах южнее г. Новый Уренгой на газопроводе Н. Уренгой—Новопсков произошел взрыв, который видел весь город. В СМИ эта тема не освещалась.
Источник: webpark.ru/comment/21854



на министерство. Рост цен на газ в России оказался довольно существенным. В 2002 году цена 1000 куб. м в среднем была \$27, а уже в 2009-м выросла до \$80. Примечательно, что в сентябре 2009 года биржевые цены на газ в США опускались до \$70. Российская монополия добилась своего — цены в России достигли мирового уровня. О снижении цен на газ для российских потребителей в 2009-м речи не было.

Стоит отметить что долг «Газпрома» в 2002 году составлял \$15 млрд при выручке \$19 млрд. Тогда эти цифры вызвали скандал, а глава ЮКОСа Михаил Ходорковский заявил, что может представить себе банкротство «Газпрома» (соотношение долга к выручке составляло 79%).

В 2010 году «Газпром» планирует потратить 3,8 трлн руб. (более \$125 млрд), что сопоставимо с бюджетными тратами целых государств. К примеру, расходная часть бюджета РФ в 2010 году составит 9,88 трлн руб.

За шесть лет благоденствия и один год кризиса концерн увеличил свой долг в четыре раза. При этом ни одного масштабного проекта, соответствующего долгу и расходам, реализовано не было. Такие

крупные проекты, как «Голубой поток» и ввод в промышленную эксплуатацию месторождения «Заполярье», к лаврам команды Алексея Миллера отнести не стоит. Их масштабная реализация началась еще при Реме Вяхиреве.

На текущий момент есть лишь грандиозные планы, а их появлению способствовали транзитные государства Восточной Европы, зарекомендовавшие себя как «ненадежные партнеры», и, как следствие, монополия начала искать обходные пути по транспортировке газа в Европу.

ГОРЯЩИЕ ТРУБЫ

На протяжении последних лет «Газпром» всеми силами пытается прибрать к рукам отвалившиеся во время распада СССР трубопроводы стран СНГ. Особый интерес вызывали экспортные маршруты в Европу через Белоруссию и Украину.

С первой «Газпрому» после затяжной борьбы удалось договориться. Белоруссия сдала свой стратегический актив «Белтрансгаз». В несколько этапов «Газпром» нарастил свое участие в компании до 50%. Окончательно сделка была оформлена в феврале 2010 года. Более того, в начале 2000-х концерн пытался обезопасить свои поставки за счет строительства газопровода Ямал—Европа: «Газпром» является владельцем 100% акций белорусского участка и 48% оператора польского участка EuroPol Gaz. Однако через Белоруссию монополия максимально может экспортировать 20% продаваемого на Запад газа. Основной поток идет через Украину — более 70% российского газового экспорта.

А вот с этой страной у российской монополии особые отношения. Так или иначе, речи о контроле над украинской «трубой» пока не идет. При этом диалог между концерном и руководством страны на тему газа происходит на повышенных тонах.

Нестабильность политики Минска и Киева вынудила «Газпром» отказаться от создания газопроводов через страны-транзитеры. Источником надежных поставок теперь видится создание газопро-



водов в обход традиционных маршрутов. Более 15 лет реформ пошли «Газпрому» на пользу, и теперь он не «закапывает деньги», как это делало министерство, а «топит их в море», при этом за границей Российской Федерации.

Российская газовая монополия планирует реализовать два трубопроводных проекта: South Stream («Южный поток») и Nord Stream («Северный поток», ранее Северо-Европейский газопровод). История реализации последнего берет начало в 1990-х. Однако масштабную рекламу он получил лишь в последние годы под названием «Северный поток». Газопровод пройдет по дну Балтийского моря и соединит побережье России с балтийским берегом Германии. Протяженность газопровода составит около 1200 км. Ввод в эксплуатацию первой нитки «Северного потока» пропускной способностью 27,5 млрд куб. м газа в год намечен на 2011-й. Строительство второй нитки к 2012 году приведет к увеличению его пропускной способности до 55 млрд куб. м.

Стоимость проекта по плану составляет €7,4 млрд (более \$10 млрд), при этом управляющая компания Nord Stream AG зарегистрирована в Швейцарии. Видимо, из Швейцарии удобнее всего строить газопровод из России в Германию.

Не менее масштабный проект «Южный поток» — его реализация сегодня находится на стадии «бумажного оформления», однако с 2007 года он уже успел изрядно подорожать. Если еще в мае 2009-го Алексей Миллер оценивал его строительство в €8,6 млрд, то к февралю 2010-го стоимость достигла €25 млрд (более \$34 млрд). «Южный поток» пройдет по дну Черного моря (около 900 км) и по плану будет доставлять до 63 млрд куб. м газа в год в страны Южной Европы. Общая протяженность — более 2,2 тыс. км. Как ни странно, оператор газопровода South Stream AG также зарегистрирован в Швейцарии.

Строить газопроводы «Газпром» намерен не на свои деньги. Уже известны планы концерна привлечь до 70% средств в виде кредитов на строительство «Се-

верного потока». Вероятно, та же участь ждет и «Южный поток». Тем не менее мало построить трубу — ее еще надо и наполнить.

СЫРЬЕ ДЛЯ ЗАПАДА

Для наполнения своих будущих труб «Газпром» планирует освоить два мегапроекта. Первый — Штокмановское газоконденсатное месторождение, второй — месторождения на Ямале.

Штокман — крупнейшее в мире месторождение с запасами 3,9 трлн куб. м газа. Планируемая мощность по добыче — 67 млрд куб. м в год. Однако есть свои «но». Месторождение расположено в Баренцевом море, в 600 км от Мурманска. Глубина моря в этом месте превышает 300 м. Ближайшая суша — архипелаг Новая земля (300 км). Метеорологические условия, удаленность от берега и значительная глубина делают этот проект уникальным по реализации. У «Газпрома» попросту нет технологий освоения Штокмана.

Конференция

«Фьючерсы и опционы для Управляющих Компаний»

Москва, 18 марта

Гостиница «Золотое кольцо»

www.dereх.ru

Телефоны: -733-95-12, 8-800-200-30-32

E-mail: pr@dereх.ru

Ведущие эксперты биржи РТС и ФСФР расскажут управляющим:

О новом положении о рисках, регулирующем работу ПИФов и НПФов;

О возможностях полного хеджирования портфеля акций с помощью фьючерсов и опционов на фондовые индексы и отдельные акции;

● доступных опционных стратегиях для управляющих;

○ возможностях создавать структурные продукты в рамках ПИФов;

О методологии оценки совокупных портфелей.

Организатор



ЗАО «Дериватив Эксперт»

Соорганизатор



ОАО «Фондовая биржа РТС»

Золотой спонсор



ООО «УРАЛСИБ Капитал»



Те же, кто в технологическом плане мог бы освоить столь грандиозный проект, относятся к нему скептически. Стоимость проекта оценивается в \$14–18 млрд, а один из участников Штокмана французская компания Total считает, что при цене на газ \$250 за 1000 куб. м разработка месторождения экономически неэффективна.

На днях это косвенно подтвердил и сам «Газпром». Shtokman Development AG — компания, реализующая проект (по стечению обстоятельств зарегистрированная в Швейцарии), 5 февраля сообщила о переносе срока добычи газа с месторождения с 2013-го на 2016 год.

Еще один мегапроект, на который делает ставку «Газпром», — месторождения на полуострове Ямал. Они легче Штокмана лишь в том, что часть из них находится на суше. На полуострове Ямал и в прилегающих акваториях открыто 11 газовых и 15 нефтегазоконденсатных месторождений, разведанные и предварительно оцененные запасы газа которых составляют порядка 16 трлн куб. м. Наиболее значительным месторождением Ямала является Бованенковское — 4,9 трлн куб. м. Проектная мощность — 115 млрд куб. м в год.

Всего «Газпром» планирует добывать на полуострове 310–360 млрд куб. м газа к 2030 году. Однако суммы для реализации

привести спрос в Европе, все же традиционные месторождения Западной Сибири истощаются, и на пополнение ресурсной базы концерн денег не жалеет.

СЫРЬЕ ДЛЯ ВОСТОКА

Говоря о планах «Газпрома», нельзя не отметить и усилия монополии на восточном направлении. Вообще аппетит компании к востоку проснулся в 2006 году. Все началось с проекта «Сахалин-2». Тогда его инвестором являлся консорциум иностранных компаний со следующими долями: Shell Sakhalin Holding (дочерняя компания англо-голландской корпорации Shell) — 55%, Mitsui Sakhalin Development (дочерняя компания крупнейшей японской финансово-промышленной группы Mitsui) — 25%, Diamond Gas Sakhalin — 20%.

Как на зло, в 2006 году у компании оператора Sakhalin Energy начали возникать проблемы. Недовольство местного населения, возмущение экологов переросли в претензии Росприроднадзора, а позд-

представляют и другие страны региона.

Для продажи газа в Азиатско-Тихоокеанском регионе «Газпром» была создана Восточная

газовая программа. Она предполагает разработку нескольких удаленных друг от друга месторождений газа с целью поставки его за рубеж и попутной газификации регионов России. Планы по поставкам газа в страны этого региона даже начали воплощаться, но пока с переменным успехом. С одной стороны, вновь обострилась борьба за Ковыктинское месторождение. В феврале 2010 года Росприроднадзор провел внеплановую проверку соблюдения компанией ТНК-ВР условий работы в Иркутской области и рекомендовал Роснедрам отозвать лицензию на месторождение. В случае отзыва лицензии месторождение по закону перейдет к «Газпрому» без конкурса, так как является стратегическим.

С другой стороны, продавать ковыктинский газ пока некуда. Договориться с властями Китая по цене еще не удалось. Китайская сторона никак не хочет понимать, что цены на газ надо привязывать к ценам на нефть, как это делают в Европе, а не к ценам на уголь, как считают в КНР. Это приводит к существенной разнице цен между рынками. К примеру, в 2008 году, когда 1000 куб. м газа в Европе стоила дороже \$400, Китай за нее более \$100 платить не хотел.

В то же время, пока «Газпром» строит мегапланы по освоению грандиозных месторождений, на мировом рынке газа происходит тихий переворот. И первым сигналом стал выход США на первое место в мире по добыче газа.

РЕВОЛЮЦИЯ

В 2009 году в США было добыто 620 млрд куб. м газа, что почти на 40 млрд больше, чем в России, сообщило немецкое издание Spiegel Online. Вернуть лидерство в добыче газа США позволили новые технологии, а именно сланцевые месторождения. По оценкам US Natural Gas Supply Association, в 2008 году добыча сланцевого газа в США достигла 10–12% общего объема. При этом добыча этим способом удвоится в ближайшие десять лет и достигнет 25% общего объема добычи в стране.

Менеджеры «Газпрома» уже отреагировали на это скептицизмом, сославшись

Пока «Газпром» строит мегапланы по освоению месторождений, происходит тихий переворот. США вышли на первое место в мире по добыче газа

мегапроекта «Ямал» зашкаливают. По данным администрации Ямало-Ненецкого автономного округа, для комплексного освоения месторождений потребуется до 5,2 трлн руб. (более \$170 млрд). По мере развития проекта наверняка сроки, по традиции, будут отложены, а стоимость повышена.

«Газпром» делает огромную ставку на Бованенковское месторождение. По словам аналитика Rye, Man & Gor Securities Константина Юминова, даже в условиях финансового кризиса в 2009 году монополия не снижала затраты на реализацию проекта, так как месторождения Ямала являются стратегической задачей не самого «Газпрома», а России в целом. И хотя на текущий момент монополия может резко повысить уровень добычи и удовлетво-

нее и Минприроды. Возникли вопросы к проекту даже у Роснедвижимости. К концу 2006 года проблемы «Сахалина-2» получили разрешение. Акционеры уступили контроль «Газпрому» за \$7,45 млрд. При этом стоит отметить удивительные способности менеджмента «Газпрома» к торгу. Первоначально участники оценивали контрольный пакет в \$22 млрд. После того как «Газпром» стал контролировать «Сахалин-2», проблемы экологов и местного населения испарились.

Покупка Sakhalin Energy дала «Газпрому» доступ не только к уникальному месторождению, но и к единственному в России заводу сжиженного природного газа (СПГ). Дебют «Газпрома» в Азии состоялся. При этом концерн не мог обойти вниманием растущий Китай. Интерес

Финансовые показатели нефтегазовых компаний

Компания	Капитализация, \$ млрд	P/E	P/BV
Сопос Phillips	71	14,7	1,17
ExxonMobil	307	16	2,9
Газпром	135	5,5	0,75
ЛУКОЙЛ	45	5,89	—
Роснефть	80	10,3	—
Сургутнефтегаз	30	6,7	—
Роснефть	80	10,3	—

Источник: Yahoo! Finance, РТС, «Интерфакс»

Финансовые показатели «Газпрома» (МСФО), млрд руб.

Показатель	Год	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 п. ¹
	Выручка		644,7	819,7	976,7	1383,5	2152,1	2390,5	3518
Прибыль		28,96	159,06	205,68	315,93	636,46	694,7	771,4	638
Чистый долг		505	521,6	499,85	797,5	807,8	1229	1018	1470

¹ Прогнозные данные. Источники: РБК, «Газпром»

Инвестиционные проекты ОАО «Газпром»

Проект	Стоимость, \$ млрд	Год планируемой реализации
South Stream	БОЛЕЕ 34	2013
Nord Stream AG	БОЛЕЕ 10	2012
Штокмановское месторождение	14–18	2016
Комплексное освоение Ямала	БОЛЕЕ 170	2030
Восточная газовая программа	БОЛЕЕ 80	2030

Источники: РБК, «Газпром», РИА «Новости»

на то, что данная технология дорогая и грязная и европейцы с их законодательством не смогут ее реализовать. Однако главный экономист Международного энергетического агентства Фатих Бирил сообщил: себестоимость сланцевого газа в США стала значительно ниже цены импортного топлива и составляет менее \$90 за 1000 куб. м. Стоит отметить что поставки «Газпрома» на российский рынок стали рентабельными лишь в 2009 году, когда цена газа достигла \$80 за 1000 куб. м. Так что себестоимость «сланцев» не намного выше себестоимости природного газа от «Газпрома».

Так или иначе, рост добычи в США уже потеснил позиции «Газпрома». Сжиженный газ, который ранее поставлялся на рынки США из стран Ближнего Востока, был перенаправлен в Европу. Это «отъело» долю «Газпрома» на традиционном рынке. Более того, Константин Юминов сообщил, что на Ближнем Востоке были осуществлены крупные инвестиции в добычу газа и строительство заводов СПГ, что в среднесрочной перспективе продолжит оказывать давление на рынок энергоносителей. На этом фоне Международное энергетическое агентство счи-

тает, что к 2015 году избыток газа в мире достигнет 200 млрд куб. м.

Все это несколько не сходится с планами «Газпрома», где ожидают, что к 2020 году дефицит газа на рынке составит 130 млрд куб. м, а к 2030-му — 250 млрд. Учитывая два авторитетных мнения, можно спрогнозировать, что как дефицита, так и излишка газа на рынке не будет. Однако разработка сланцевых месторождений сейчас рентабельна, а вот мегапроекты «Газпрома» — не очень.

Таким образом, в начале 2010 года «Газпром» — это огромная структура, контролирующая гигантские денежные потоки, однако она ничего не может противопоставить падающей добыче на традиционных месторождениях Западной

Сибири. Концерн планирует расширить мощности экспортных газопроводов в западном направлении до 320–340 млрд куб. м в год на фоне отсутствия газа для этих мощностей и спроса со стороны покупателей на традиционных западных рынках.

«Газпром» собирается экспортировать газ в Китай и США, однако цены на него приближаются к внутрироссийским, а за экспорт нужно платить пошлину. Кроме

того, концерн скупает нефтяные, медиа-, энергокомпании, но не может разбудить Штокман. «Газпром» вновь заходит в тупик. И нет ничего удивительного, что западные инвесторы, с невероятной силой толкающие российские индексы вверх, обходят стороной бумаги российской газовой монополии.

ГАЗ И НЕФТЬ

За последние 20 лет в России прошли две крупные отраслевые реформы госкомпаний. Первая — реформа нефтяного сектора страны, вторая — электроэнергетики. Если результаты второй пока неочевидны, то нефтяная отрасль из стагнирующей и убыточной в конце 1980-х превратилась в сверхрентабельный локомотив российской экономики. Более того, по данным Международного энергетического агентства, России удалось опередить Саудовскую Аравию в 2009 году и выйти на первое место в мире по экспорту нефти и нефтепродуктов.

Рынку нефти, в отличие от рынка газа, мировой финансовый кризис не мешает развиваться. К достижениям сектора стоит отнести запуск проекта ВСТО. К тому же у «Транснефти» гораздо реже возникают проблемы с транзитом нефти через территорию западных соседей, и отсутствуют планы строить морские нефтепроводы в Европу.

Возможно, нефтяники не планируют освоить все и сразу, однако за последние годы была проделана огромная работа: «Роснефть» внедрила Ванкор, «ЛУКОЙЛ» активно разбурирует Каспий, ТНК-ВР практически освоила Ковыкту. Все это стало возможным благодаря конкуренции и специализации. И пусть на рынке олигополия, но об остоянвке НПЗ в России из-за отсутствия поставок нефти не слышно. А вот сообщение о недопоставках газа нет-нет да и проскочит. Вывод назревает сам: текущее положение «Газпрома» не соответствует вызовам времени, что подтверждают слова тогда еще председателя правления РАО ЕС России Анатолия Чубайса. «Считаю госкапитализм тупиком, который вскоре станет очевидным для всех госкапиталистов, — сказал он. — Мне понятны те провалы, которые произойдут в этой компании, мне представляется не совсем правильным, что у «Газпрома» все хорошо с нефтью, с нефтехимией, со СМИ, с углем уже тоже все хорошо, нехорошо только с газом! Это не совсем правильно». Д





ЕВГЕНИЯ ОБУХОВА

РАЗВЕСИСТОЕ IPO

ГАЗПРОМБАНК ВЫВЕДЕТ НА БИРЖУ НЕ ТОЛЬКО СВОЙ БАНКОВСКИЙ БИЗНЕС, НО И СВОИ МНОГОЧИСЛЕННЫЕ НЕПРОФИЛЬНЫЕ АКТИВЫ. ТЕМ НЕ МЕНЕЕ РАЗМЕЩЕНИЕ БУДЕТ УСПЕШНЫМ: У ИНВЕСТОРОВ НЕТ ОСОБОГО ВЫБОРА

Футбольный клуб «Зенит», занявший в прошлом году чемпионате России третье место, негласно признается самым богатым клубом страны — из-за спонсорства «Газпрома». Хотя традиционно владельцы клубов не раскрывают свои бюджеты, известно, что с начала 2010 года «Зенит» приобрел за €28 млн новых игроков — больше потратил лишь «Локомотив» (что и понятно: его спонсор — РЖД). По словам генерального директора «Зенита» Максима Митрофанова, клуб зарабатывает глав-

ным образом за счет продажи билетов, но пытается развивать и другие проекты, например совместный бизнес с мобильными операторами.

Если вы думаете, что все это не имеет никакого отношения к бирже, то ошибаетесь: контрольный пакет (51%) ЗАО «Футбольный клуб «Зенит»» принадлежит Газпромбанку (ГПБ). И когда банк соберется выходить на биржу, все непрофильные активы вроде футбольного клуба останутся при нем: фанаты «Зенита» смогут, купив акции ГПБ, приобрести опосредованно и частичку любимой команды. Впрочем, обо всем по порядку.

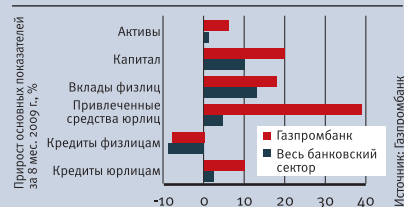
ТИХО САМ СОБОЮ...

IPO Газпромбанка ожидается аж с 2007 года. Тогда менеджмент банка не торопился выводить бумаги на биржу: руководство хотело «хорошо подготовиться», а после 2008-го все разговоры о размещении затихли. И вот в феврале 2010-го слухи о скором IPO третьего по величине банка страны появились вновь. Конечно, не обошлось без заявлений чиновников: глава Агентства по страхованию вкладов Александр Турбанов заявил, что все крупные банки обязаны будут выводить свои акции на биржу, причем в идеале обеспечивать свободное обращение блокпакету. Так что рано или поздно IPO Газпромбанка состоится, это всего лишь вопрос времени. Что же мы увидим при его размещении?

Сам Газпромбанк, созданный ровно 20 лет назад для обслуживания «Газпрома» и газовой отрасли в целом, сегодня определяет себя как универсальный банк. «По состоянию на 1 сентября 2009 года на ГПБ приходится 6,7% активов банковского сектора, 3,9% капитала, 12,4% привлеченных средств юридических лиц, 2% вкладов населения», — говорится в отчетности банка за третий квартал 2009 года. Чем он действительно может гордиться — так это темпами роста своего бизнеса: за пять последних финансовых лет его активы выросли в 5,2 раза. Для сравнения: активы всего российского банковского сектора за это же время увеличились всего в 3,9 раза (см. график).

А дальше плюсы кончаются, и начинаются более интересные нюансы. ГПБ традиционно считают государственным банком, и это, по сути, правильно: 42% его акций принадлежит «Газпрому», а остальные распределены между «дочками» газового гиганта (см. график). При этом «Новфинтех», например, вообще является 100-процентной «дочкой» самого Газпромбанка, то есть налицо кольцевая схема владения «самим собой».

БИЗНЕС ГПБ РАСТЕТ ЛУЧШЕ РЫНКА



Еще более примечательна структура «дочек» банка. Поскольку он выступает проводником желаний и проектов «Газпрома», то вразное время ГПБ приходилось приобретать совершенно разные активы, которые теперь мирно консолидируются на его балансе. Это уже упоминавшийся нами контрольный пакет футбольного клуба «Зенит», почти 20-процентные пакеты «Газпром-медиахолдинга» и Санкт-Петербургской биржи. Вообще чтение списка дочерних и зависимых обществ Газпромбанка само по себе крайне увлекательное занятие. Так, банку принадлежит ООО «ГПБ-Металлинвест», основной бизнес которого — обработка отходов и лома драгоценных металлов; лизинговая компания «Рубин»; торгующая топливом компания «Статус»; томская «Этоаль», которая нужна банку для «обеспечения возврата заемных средств»; ООО «Арт-финанс», «предоставляющее услуги арт-банкинга» клиентам ГПБ; ЗАО «Форпост-менеджмент», которое занимается контролем за предприятиями тяжелого и химического машиностроения. И это не считая компаний, зарегистрированных в офшорах: к примеру, ГПБ владеет 50% люксембургской Carbon Trade & Finance SICAR SA, бизнес которой состоит в «операциях с кредитами на выбросы углекислого газа по всему миру». Как говорят аналитики, такая структура активов напоминает скорее холдинг, чем традиционный банк.

«Газпромбанк вряд ли готов к IPO, — считает начальник аналитического управления Банка корпоративного финансирования Максим Осадчий. — Банкотягощен “развесистыми” непрофильными активами, среди которых есть самые разношерстные бизнесы: и медийный, и нефтехимический, и машиностроительный. Это затрудняет оценку банка: по мультипликатору P/BV можно оценивать банковский бизнес, но отнюдь не медийный».



НЕДОРОГО ВОЗЬМЕТ

Почти сразу за появлением новостей о возможном IPO Газпромбанка его акции оказались в индикативной системе RTS Board. Их туда вывела ИК «Абсолют-инвест» по заявке клиента. В принципе в Газпромбанке уже некоторое время действует опционная программа для менеджмента, так что небольшая доля акций уже находится в руках у частных лиц. В системе также сразу появились котировки на покупку и на продажу: bid — \$175, ask — \$1100 (сделок на момент сдачи номера не было). Исходя из этого можно считать, что потенциальные продавцы акций ГПБ полагают, что банк стоит \$22 млрд, а покупатели оценивают его всего в \$3,5 млрд. И, видимо, последние все же намного ближе к адекватной оценке.

Собственный капитал ГПБ по итогам третьего квартала 2009 года составлял 165 млрд руб., то есть около \$5,5 млрд, по итогам года размер собственного капитала несколько снизился. До кризиса российские банки покупались и продавались

так что сосредоточенность на корпоративных клиентах для ГПБ скорее плюс.

Максим Осадчий указывает и на другие причины, которые могут охладить пыл инвесторов: «Структура собственности самого Газпромбанка неясна, а руководство его находится в тени. Все знают, кто такой Греф, кто такой Костин (Герман Греф — глава Сбербанка, Андрей Костин — глава ВТБ. — Прим. D'), более мелкие банки часто ассоциируются с их руководителями, но вряд ли первый встречный вспомнит, кто является председателем правления Газпромбанка. Наконец, еще один негативный для Газпромбанка фактор — чрезмерно большая чистая активная балансовая валютная позиция. Это означает, что превышение валютных активов над валютными пассивами существенно превосходит 10% активов, причем непонятно, насколько качественно заехдржены валютные риски».

Кстати, по итогам третьего квартала 2009 года Газпромбанк заработал 16 млрд руб. балансовой прибыли (на

В числе прочего Газпромбанк владеет 50% люксембургской компании, которая занимается «кредитами на выбросы углекислого газа по всему миру»

по три и четыре капитала: так, в 2006 году Райффайзенбанк купил Импэксбанк за сумму, превосходившую капитал в четыре раза. Примерно в четыре раза превысила собственный капитал ВТБ его капитализация при IPO в 2007 году. Однако сейчас он торгуется с коэффициентом P/BV около 1. Так что вряд ли Газпромбанку удастся выручить много за свои бумаги.

«До кризиса ГПБ оценивал себя достаточно дорого, однако текущая оценка может составить \$5,5–6 млрд, то есть 1,3–1,4 капитала», — сказала D' начальник отдела анализа рынка акций банка «КИТ финанс» Мария Кальварская. По ее словам, Газпромбанк логичнее сравнивать с ВТБ, чем со Сбербанком, так как его основной бизнес — кредитование крупных компаний, а это, в свою очередь, оказывает давление на показатели эффективности банка.

С другой стороны, кредитование юрлиц (см. график) худо-бедно, но растет, в отличие от кредитования физлиц, которое еще и не думало выбираться из ямы,

43% больше, чем за аналогичный период 2008-го), но в качестве чистой прибыли у банка осталось лишь 600 млн руб. При этом сам по себе третий квартал вообще стал убыточным: ГПБ потерял 11,8 млрд руб. «за счет переоценки валютных активов и досоздания резервов на возможные потери» (так говорится в отчетности банка).

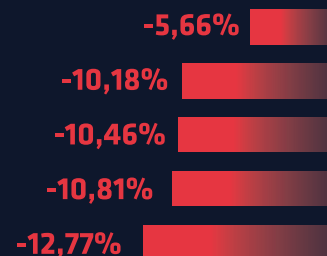
«Газпромбанку вряд ли удастся заместить бумаги в ходе IPO очень дорого, учитывая текущую рыночную конъюнктуру. При этом интерес к банковским акциям остается на высоком уровне, учитывая перспективы развития сектора в России», — резюмирует Мария Кальварская. В самом деле, на бирже сейчас торгуются лишь бумаги Сбербанка и ВТБ, а также небольшие пакеты некоторых других банков, что явно слишком мало для российского финансового сектора. Поэтому после размещения ГПБ неминуемо станет «фишкой» — несмотря на ФК «Зенит», медиаактивы и кредиты на выбросы углекислого газа. D'

Индекс ММВБ данные за месяц

Рост / падение



- Волгателеком
- Аэрофлот
- Русгидро
- Полиметалл
- Новолипецкий МК



ИММУНИТЕТ К РОСТУ

РОССИЙСКИЙ РЫНОК ПРОИГНОРИРОВАЛ РОСТ АМЕРИКАНСКИХ ИНДЕКСОВ, ОТЫГРАЛ ПОВЫШЕНИЕ СТАВКИ ФРС И ТЕПЕРЬ ЖДЕТ МАРТА

Российские фондовые индексы с середины февраля перестали замечать позитивные внешние факторы. Получается, что снижение на российских биржах происходит вслед за мировыми индикаторами, а вот рост — нет, в лучшем случае он получается чисто символическим.

К 25 февраля индекс ММВБ вновь опустился к отметке 1300 пунктов. До этого, 12 февраля, индекс ММВБ также опускался до этого значения, но уже в следующие несколько дней он вырос до 1350 пунктов, где и провел последующие десять дней. Нужно отметить, что рост рынка происходил на невысоких объемах. А вот распродажа, начавшаяся 20 февраля, показала, что инвесторы склонны ликвидировать позиции на больших объемах сделок. При этом американский индекс широкого рынка S&P 500 все это время колебался возле отметки 1100 пунктов и даже пытался расти, а нефтяные котировки также

были стабильны: они находились на уровнях \$75–77 за баррель. Но все эти факторы, вместе взятые, не смогли положительно повлиять на котировки российских бумаг. Вполне вероятно, что не последнюю роль сыграли «длинные выходные» и многие игроки решили просто от греха подальше закрыть часть позиций.

Следует отметить, что ЦБ РФ с 24 февраля снизил ставку рефинансирования до 8,5%. Российский рынок проигнорировал это действие. Любопытно, что повышение дисконтной ставки ФРС США до 0,75%, состоявшееся 18 февраля, на российском рынке отразилось более сильно. Напомним, дисконтная ставка ФРС — это ставка, по которой коммерческие банки могут брать краткосрочные кредиты сроком до 28 дней. До этого она составляла 0,5%. Многие инвесторы расценили это как первый шаг к сворачиванию сверхмягкой монетарной политики. Хотя основная учетная ставка ФРС по-

прежнему составляет 0,25%, инвесторы ожидают ее увеличения уже к середине текущего года.

Несмотря на общий негативный настрой на российских торговых площадках, были и исключения. Так, инвесторы верят в перспективу минеральных удобрений: несмотря на праздники, обыкновенные акции «Акрона» выросли на 4,5%, а «Дорогобужа» — на 12,6%, привилегированные акции «Дорогобужа» — на 11,2%. Это объясняется фундаментальной недооцененностью данных компаний относительно «Уралкалия».

За последнюю неделю отличились также металлурги. Так, бумаги «ВСМПО-Ависмы» взлетели аж на 21,5%. Это связано с ожиданиями увеличения выручки компании в этом году.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Несмотря на действия ФРС США по повышению ставки, рынок пока не исчерпал

10,13%

4,24%

3,47%

3,05%

2,39%

Индекс ММВБ

ФСК ЕЭС

Газпром нефть

Сбербанк, прив.

Сбербанк

запаса дешевой ликвидности. Трехмесячная ставка межбанковского долларového кредитования LIBOR пока не изменилась и осталась на уровне 0,25%. Это, пожалуй, единственный положительный фактор для мировых фондовых площадок. Индекс доллара (DXY) продолжил укрепление и в пике поднимался до отметки 81,20 — скачок произошел на следующий день после поднятия дисконтной ставки ФРС. Пара евро—доллар торгуется в районе отметки 1,358. Падение курса евро продолжается на негативном новостном фоне — в их основе все то же, а именно греческие проблемы. Спекулятивное движение, скорее всего, продолжится как минимум до отметки 1,32.

Российский рубль вплотную подошел к нижней границе бивалютного коридора 35 руб. и даже преодолел ее. 25 февраля на закрытии бивалютная корзина стоила 34,8 руб. Интересно, что укрепление рубля проходит одновременно с увеличением денежной массы M2. Это означает, что ЦБ не препятствует притоку капитала и не забирает его в золотовалютные резервы.

ВАЛЮТНЫЕ ИГРЫ ГРЕЦИИ, ПО ВЕРСИИ GOLDMAN SACHS

Прежде чем предоставить Греции помощь, комиссия при Европейском ЦБ

«Евростат» обязала Грецию раскрыть подробности валютных свопов, которые она заключала в 2000–2001 годах. Европейский ЦБ обнаружил, что с помощью валютных свопов и банка Goldman Sachs правительство Греции намеренно искажало размер государственного долга. Вместо этого Греция должна была бы просто занять необходимые деньги на рынке. Но тогда это сразу отразилось бы на долговой нагрузке страны. Валютные свопы же можно не отражать в долговой нагрузке.

Официально предоставить полную информацию Греция должна была 19 февраля. Однако греческие власти проигнорировали дедлайн, ссылаясь на забастовку работников министерства финансов. Правда, под давлением со стороны регуляторов часть информации открыл Goldman Sachs на своем веб-сайте. Там говорится, что в декабре 2000-го и июне 2001 года Греция с помощью валютных свопов добилась уменьшения своего внешнего государственного долга на €2,367 млрд. Это позволило снизить показатель долг / ВВП всего на 1,6% (с 105,3 до 103,7%). Дефицит бюджета Греции в 2001 году был 4,5%, а без валютных свопов составил бы 4,64%. По мнению Goldman Sachs, эти цифры незначительны и не меняют общую картину. Но эксперты опасаются, что причина непредоставления Грецией официальных данных вполне очевидна.

Сейчас речь идет о 2001 годе, но никто не гарантирует, что греческие власти не использовали подобных схем и после этого. Это принимает уже принципиальный оборот. И по заявлениям ЕЦБ, Греция не получит финансовой помощи до выяснения всех обстоятельств дела.

ЧТО ДАЛЬШЕ?

Определяющим фактором на рынке будет решение американского правительства относительно дальнейшей монетарной политики. В марте 2010 года истекает срок действия стабилизационных программ по денежному стимулированию экономики. Ключевой датой может стать 16 марта, когда в США могут быть повышены процентные ставки по депозитам. Но основным показателем, который четко определит конец эпохи «дешевых» денег, является ставка трехмесячного LIBOR.

США индекс Dow Jones



Япония индекс Nikkei 225



Россия индекс РТС



- Наклон 200-дневной скользящей средней (вниз или вверх) указывает направление долгосрочного тренда биржевого индекса.
- Пересечение средней и индекса говорит о возможной смене направления тренда.
- Механическая трактовка сигналов скользящих средних может не дать верной картины.

«Мечел» осваивает Эльгу

Металлургическая компания «Мечел» намеревается уже в 2010 году добыть на расположенном в Якутии Эльгинском месторождении 200 тыс. тонн угля. В 2011-м «Мечел» планирует выйти на объем добычи 1 млн тонн, а к 2020 году Эльга будет давать компании 27–30 млн тонн угля ежегодно. Освоение Эльги произойдет на наших глазах: летом 2009 года на месторождении будет оборудован эксплуатационно-разведочный участок, и начнется строительство горно-обогатительного комбината, а пока он не будет достроен, обогащение эльгинского угля будет осуществляться на комбинате Южного Кузбасса.

По мнению аналитиков, новость должна порадовать рынок, однако ощутимую стоимость акциям компании актив начнет добавлять не ранее 2012–2013 годов.

▶ Реакция рынка — ПОЗИТИВНАЯ

ФАС угрожает «большой тройке»

Федеральная антимонопольная служба (ФАС) объявила в четверг 18 февраля о претензиях к «большой тройке» — МТС, «Вымпелкому», «Мегафону». Операторы якобы установили необоснованно высокие цены на роуминг. Согласно ФАС, тарифы сотовых компаний в 2–2,5 раза выше их же цен на международную связь и в три-шесть раз выше допустимых в ЕС. (Это означает, что если человек с SIM-картой российского оператора едет в Европу и звонит оттуда, с него снимут в три раза больше, чем если бы он пользовался SIM-картой местного европейского оператора. А если он звонит из Москвы в Европу, то ему это обойдется дешевле, чем звонок из Европы.) Так, уровень роуминговых цен у операторов «большой тройки» в два раза выше, чем у их европейского конкурента Tele2. В связи с этим ФАС рассматривает вопрос о возбуждении дела в отношении компаний по признакам нарушения закона «О защите конкуренции».

Эксперты полагают, что новость не окажет серьезного влияния на бумаги МТС и «Вымпелкома». Ведь компании могут легко оспорить аргументы ФАС. Например, тарифы, взимаемые с российских опера-

торов их иностранными партнерами в ЕС, не относятся к сфере регулирования ЕС и могут быть значительно выше, чем в Европе.

▶ Реакция рынка — ПОЗИТИВНАЯ

«ЛУКОЙЛ» обогнал «Роснефть»

В середине февраля «ЛУКОЙЛ» завершил подсчет и независимый аудит своих запасов нефти и газа в соответствии с методикой Комиссии по ценным бумагам США (SEC). Согласно данным, аудированным американской компанией Miller & Lents, доказанные запасы углеводородов компании на 1 января 2010 года составили 17,5 млрд баррелей нефтяного эквивалента, в том числе 13,7 млрд баррелей нефти и 22,9 трлн куб. футов газа.

Эксперты позитивно смотрят на новость, так как сокращение запасов нефти «ЛУКОЙЛА» при переходе на новую методику оказалось незначительным. К примеру, у «Роснефти» на начало 2009 года доказанные запасы по SEC были на 23% ниже, чем запасы по PRMS. Как оказалось, если считать по методике SEC, «Роснефть» отстает от «ЛУКОЙЛА» как по нефтяным, так и по газовым запасам. Разрыв по нефти оценивается в 14%, по газу — в 3,5 раза.

▶ Реакция рынка — ПОЗИТИВНАЯ

Саяно-Шушенскую ГЭС реанимируют

«Русгидро» запустила в конце февраля гидроагрегат №6 на Саяно-Шушенской ГЭС, а до конца марта планирует запустить также гидроагрегат №5. Эти турбины были менее других повреждены во время аварии, произошедшей в августе 2009 года. Суммарная мощность двух агрегатов составляет 1280 МВт. Мощность десяти агрегатов на Саяно-Шушенской ГЭС до аварии составляла 4600 МВт. Таким образом, уже к концу марта «Русгидро» намерена задействовать 20% прежней мощности Саяно-Шушенской ГЭС. По оценкам аналитиков ФК «Открытие», запуск двух турбин в марте текущего года принесет компании 1,5 млрд руб. дополнительной выручки.

▶ Реакция рынка — ПОЗИТИВНАЯ D'

Рубрику ведут **КИРИЛЛ БУШУЕВ, АЛИНА ЛЮБИМСКАЯ**

ПРОГНОЗЫ**«Автостат»**

Российский рынок автомобилей будет расти в 2010 году. К такому выводу пришли эксперты агентства «Автостат» в исследовании «Рынок легковых автомобилей в России. Итоги 2009 года, тенденции и прогнозы». По их мнению, автопром уже достиг своего дна, и падать ему некуда. После снижения продаж в январе-феврале этого года в России начнется плавный рост продаж авто. При пессимистичном сценарии авторынок будет находиться на дне в течение первого полугодия 2010-го — это произойдет при условии негативного тренда мировой экономики, снижения цен на энергоресурсы, затягивания сроков правительственной поддержки. Во втором полугодии этого года начнется умеренный рост, и до конца 2010-го будет продано порядка 1,5 млн новых автомобилей, а уровень продаж 2008 года (2,81 млн) не будет достигнут даже через пять лет. Рост авторынка в этом году, скорее всего, составит около 14,7%.

МЭА

Международное энергетическое агентство (МЭА) опубликовало обновленный прогноз роста мирового спроса на нефть. Эксперты агентства опровергли гипотезу о резком скачке спроса и последующем за этим дефиците черного золота: по их подсчетам, спрос будет расти медленно. Так, в 2010 году он составит 86,3 млн баррелей в день — это немного больше, чем прошлогоднее потребление, когда спрос составил 84,9 млн. МЭА прогнозирует спрос на нефть в странах ОЭСР (Организация экономического сотрудничества и развития) в 2010 году на уровне 45,5 млн баррелей в день. Однако эксперты не исключают возможности снижения прогноза, так как темпы восстановления наиболее крупных экономик ОЭСР (США, Японии, Германии) могут быть ниже ожидаемых. Локомотивом роста спроса на энергоносители станет, само собой, Китай.

ИНВЕСТИДЕИ

Обзоры и рекомендации ежедневно публикуются на сайте fincake.ru

ПОКУПАТЬ

УЛАН-УДЭНСКИЙ ВЕРТОЛЕТНЫЙ ЗАВОД

Цена в РТС (UUAZ): \$0,9
Цель: \$3,2

ПОТЕНЦИАЛ РОСТА
186%

«ОТКРЫТИЕ»:

От винта!

Аналитики «Открытия» оценили акции российских производителей вертолетов. Благодаря низким издержкам отечественные вертолетостроители могут устанавливать цены на свою продукцию на 20–30% меньше, чем у конкурентов, что позволяет им занимать выгодные позиции на мировом рынке. В течение ближайших трех лет доля наших предприятий в мировой отрасли может увеличиться с 9 до 13%. Это должно позволить трем ведущим российским вертолетным компаниям — Улан-Удэнскому авиазаводу (УУАЗ), Казанскому вертолетному заводу (КВЗ) и «Роствертолу» — поддерживать стабильную рентабельность EBITDA и среднегодовые темпы роста выручки на уровне 10–11%, которые уже сегодня превосходят средние значения мировых аналогов. Заказы из-за рубежа могут обеспечить рост производства в 2010 году на 7%. Фаворит отрасли — УУАЗ, который имеет самый привлекательный ассортимент продукции и рентабельность EBITDA на уровне 27%. Меньшим риском, но и более скромным потенциалом роста обладают инвестиции в бумаги КВЗ. Лишь акции «Роствертола» из-за высокой долговой нагрузки рекомендовано держать.

ПРОДАВАТЬ

«ПОЛЮС ЗОЛОТО»

Цена в РТС (PLZL): \$47,6
Цель: \$38

ПОТЕНЦИАЛ ПАДЕНИЯ
19%

«ФИНАМ»:

Рано радоваться

Рынок не без оснований ждет, что «Полюс золото» и «Полиметалл» продемонстрируют рекордные результаты за 2009 год и в перспективе продолжат наращивать как производственные, так и финансовые показатели, пользуясь благоприятной ценовой конъюнктурой. В ушедшем году обе компании значительно увеличили сырьевую базу, а агрессивные программы производственной экспансии позволят им поддерживать высокие темпы роста в следующие четыре-пять лет. Тем не менее аналитики «Финама» не разделяют оптимизма рыночных игроков в отношении бумаг производителей золота, поскольку именно эти факторы таят в себе главную опасность. Активное наращивание мощностей отодвигает денежные потоки далеко в будущее, автоматически увеличивая риски акционеров. Учитывая это, рыночная оценка компаний на уровне 8–12 EV/EBITDA 2010 года выглядит весьма завышенной. Таким образом, даже после повышения аналитиками целевых цен акций «Полюс золота» и «Полиметалла» на фоне роста стоимости драгметаллов и значительного снижения ставок дисконтирования потенциал роста котировок наших главных золотодобытчиков отрицательный.

ПОКУПАТЬ

«УРАЛКАЛИЙ»

Цена в РТС (URKA): \$19,6
Цель: \$29,37

ПОТЕНЦИАЛ РОСТА
37%

«ТРОЙКА ДИАЛОГ»:

Калийщики нацелились на долгий рост

Аналитики «Тройки» констатируют, что период «американских горок» на рынке калийных удобрений завершился. Беспрецедентный ценовой скачок до рекордно высоких отметок (\$1000 за тонну) и резкое падение до уровня \$350 уступают место устойчивой тенденции к росту. Потребление быстро восстанавливается, к тому же начался процесс пополнения товарных запасов после выхода из циклических минимумов конца 2009 года. Начало нового рыночного цикла сулит «Уралкалию» и «Сильвиниту» солидную прибыль в будущем. Акции первого привлекательны с точки зрения доходности свободных денежных потоков с прицелом на долгосрочную перспективу. Компания выгодно отличается одной из наиболее прочных бизнес-моделей в отечественном сырьевом секторе. Ставку исключительно на калийные удобрения, в отличие от бумаг «Уралкалия», позволяют сделать привилегированные акции ставшего более прозрачным после публикации отчетности по МСФО «Сильвинита». Целевые цены и обыкновенных бумаг, и «префов» заметно повышены, до \$935 и \$654 соответственно, а потенциал роста рекомендованных к покупке акций составляет 30 и 75%.

Банк Москвы заметно понизил оценку акций «Уралкалия» после возобновления претензий надзорных органов к компании. «Продавать», цель — \$3,11, потенциал падения — 32%.

«Финам»: в перспективе ближайших пяти-семи лет «Соллерс» имеет все шансы стать вторым национальным автопроизводителем в России. «Покупать», цель — \$36,4, потенциал роста — 113%.

«Совлинк» видит хорошие перспективы роста «Белона» в альянсе с ММК. «Покупать», цель — \$1,41, потенциал роста — 82%.

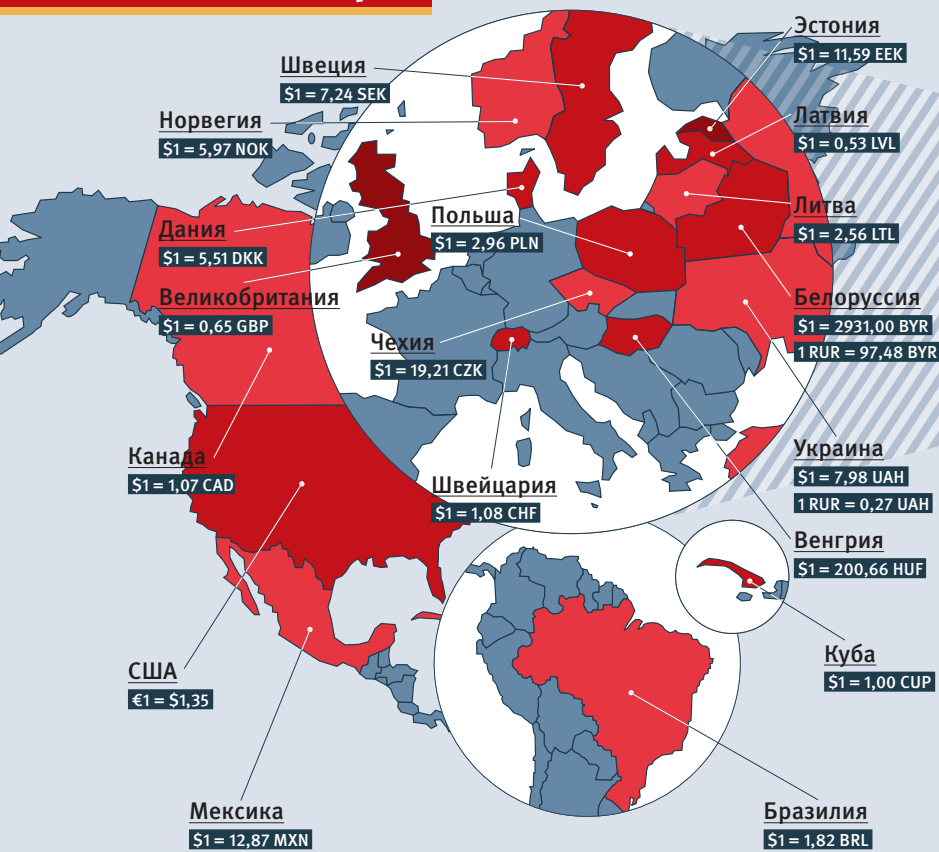
«Метрополь»: стагнация цен на продукцию и высокая долговая нагрузка не позволяют «Казаньоргсинтезу» генерировать свободные денежные потоки. «Продавать», цель — \$0,11, потенциал падения — 39%.

Консенсус-прогноз ведущих инвесткомпаний

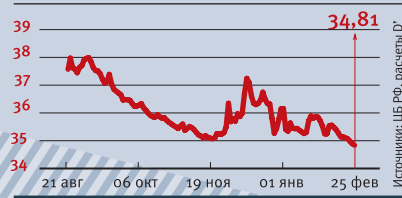
Эмитент, тикер РТС	Цена в РТС, \$	Целевая цена, \$	Upside, %
Газпром, GAZP	5,58	8,76	57
Полюс золото, PLZL	47,65	67,56	41,8
ЛУКОЙЛ, LKOH	51,8	73,21	41,3
Сбербанк, SBER	2,66	3,67	38
Сургутнефтегаз, SNGS	0,82	1,13	37,8
Русгидро, HYDR	0,0425	0,0553	30,1
Роснефть, ROSN	7,57	9,52	25,8
Татнефть, TATN	4,6	5,53	20,2
Норильский никель, GMKN	153,5	163,73	6,7
Уралсвязьинформ, URSI	0,0290	0,024	-17,2

Источник: СПАРК, РТС, расчеты D

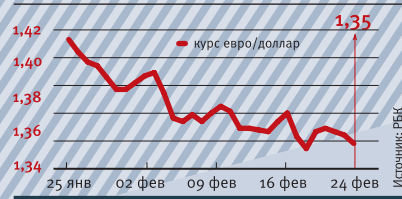
Информация, представленная в данной рубрике, получена из аналитических отчетов инвестиционных компаний и отражает мнения экспертов этих компаний в отношении конкретных эмитентов. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзоров. Потенциал роста рассчитан редакцией D исходя из текущих рыночных цен. Однако инвесторы должны самостоятельно принимать решения, используя указанную информацию лишь в качестве инвестиционных идей.



КУРС РУБЛЯ К БИВАЛЮТНОЙ КОРЗИНЕ



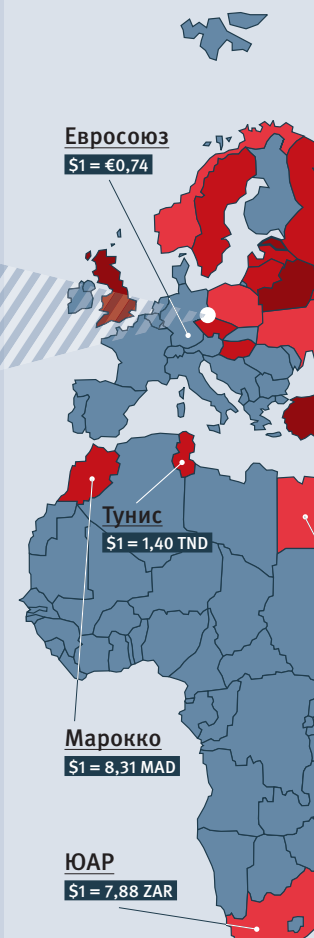
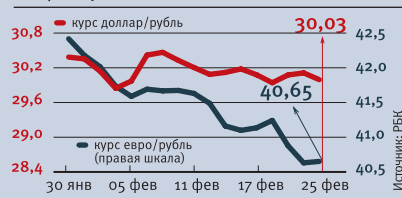
EUR/USD



USD/JPY



USD, EUR/RUB



РАЗВЕДКА БОЕМ

Пробный шар со стороны ФРС США в виде повышения дисконтной ставки доказал, что катастрофы на рынках после начала ужесточения монетарной политики не произойдет

ФРС США решила заранее прощупать реакцию рынков на грядущее ужесточение монетарной политики. Так, Федеральное резервное управление неожиданно повысило ставку кредитования коммерческих банков через дисконтное окно с 0,5 до 0,75%. И хотя базовая учетная ставка осталась близкой к нулевому уровню, регулятор своим шагом дал понять спекулянтам, что дни дешевой ликвидности и быстрой прибыли сочтены. Несмотря на заявления главы ФРС Бена Бернанке о том, что вставшей на путь восстановления американской экономике все еще необходимы «дешевые» деньги, почти половина заокеанских участников рынка теперь уверена, что стоимость займов от ФРС вырастет уже к осени. Напомним, что диапазон 0–0,25% годовых сохраняется больше двух лет. Для сравнения: ставка Европейского ЦБ держится на уровне 1,25%.

Эксперимент Бена Бернанке удался, вызвав сброс рисков активов — акций

и сырья — и одновременное укрепление американской валюты. В ходе торгов в паре евро—доллар последний достигал отметки 1,345 — максимума за прошедшие девять месяцев. На стороне доллара играло и новое развитие сюжета сериала под названием «Ситуация вокруг греческой экономики». Краткое содержание серий пересказывать не стоит, отметим лишь, что в очередном эпизоде Standard & Poor's и Moody's объявили о возможном снижении рейтингов страны. Дефицит ее бюджета достиг 12,7% ВВП, а совокупный долг близок к €300 млрд. Теперь к экономическим проблемам добавились и политические: пытаясь с помощью сокращения государственных расходов вылезти из бюджетной ямы, руководство Греции уже спровоцировало массовые беспорядки. Впрочем, активное бегство от рисков достаточно быстро и безболезненно прекратилось, что, видимо, и ожидали стратеги Фрезерва. И доллар

немного скорректировался вниз, опустившись к евро в район 1,36. Однако тенденция к укреплению «американца» по-прежнему сохраняется, и не последнюю роль в этом будет играть испытывающая серьезные затруднения Европа.

Если ФРС необходимо ужесточать монетарную политику, то Банку России остается лишь смягчать ее, учитывая огромную разницу в ставках и уменьшение инфляционного давления в России. Так, в целях оживления кредитного рынка ЦБ в очередной раз понизил ставку рефинансирования на 0,25 процентного пункта, до 8,5% годовых. Это первое в текущем году уменьшение стоимости денег в стране. Напомним, что в 2009-м регулятор снижал ставку рефинансирования десять раз.

Что касается курса американской валюты к рублю на ММВБ, то он стабилизировался в районе 30 руб. за доллар. Однако благодаря заметному снижению



ГРЕЦИЯ И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ДАРВИНИЗМ

МАРК ЖИЛБЕР
аналитик Bloomberg

«Наихудший сигнал, который мы можем подать, — это просьба о помощи извне», — сказал министр финансов Греции Джордж Папаконстантину в начале февраля по телеканалу Bloomberg. Он оказался единственным политиком, который понимает, насколько разрушительным может быть выкуп другими странами греческого долга.

Пусть Греция лопнет, если не может сама себе помочь. Пусть евро испытает кризис доверия. Тем более что европейской валюте мало что поможет, она не стала «прыгать вверх от радости» после известий о возможной помощи Греции. Конечно, это будет немного болезненно. Однако многие банки поймут, что они до сих пор уделяют недостаточно внимания кредитоспособности компаний, с которыми имеют дело.

Все страны PIGS — Португалия, Ирландия, Греция и Испания (возможно, и Италия) — существовали сами по себе, так же как инвестиционные банки во время кредитного бума. Выкуп одной из этих стран будет подобен спасению Bear Stearns. Вместо того чтобы позволить экономическому дарвинизму очистить генофонд, более слабые страны утратят любую инициативу сокращать расходы и приводить в порядок свой раздутый бюджетный дефицит.

Чтобы ограничить спекулятивные настроения участников рынка, регулятор, по словам первого зампреда Банка России Алексея Улюкаева, впредь не планирует устанавливать твердые границы бивалютной корзины. Центробанк собирается постоянно варьировать объемы и уровни поддержки, создавая волатильность рынка и препятствуя чрезмерному укреплению рубля. Жесткую позицию ЦБ по сдерживанию курса оправдывают приток «горячего» капитала и риск возникновения «пузырей». D'

Рубрику ведет **ЮРИЙ КОРОТЕЦКИЙ, АЛИНА ЛЮБИМСКАЯ**

евро стоимость бивалютной корзины пробила нижнюю границу плавающего коридора ЦБ (35–38 руб.) и опустилась до минимума с конца 2008 года. В свою очередь, регулятор под давлением рыночной ситуации был вынужден установить новые границы ориентира — 34,75–37,75 руб. Напомним, что рамки коридора корзины сдвигаются на 5 коп.

каждый раз при интервенциях в объеме \$700 млн на его «краях». Рост котировок рубля был вызван резким закрытием позиций со стороны тех, кто покупал доллары в расчете на то, что ЦБ не будет отпускать корзину ниже 35 руб. Кроме того, свою роль сыграли продажи валюты экспортерами в преддверии налоговых платежей.

ЯПОНИЯ ВНЕ ПОДОЗРЕНИЙ

УИЛЬЯМ ПЕСЕК
аналитик Bloomberg

В качестве «следующей Греции» некоторые аналитики указывают на Японию. Такие экономисты, как Макото Нохи из Mizuho Securities Co., говорят о том, что вторая по размеру экономика в мире стоит перед лицом аналогичных греческим рискам, а иене грозит кризис доверия. Началось это с тех пор, как глава Центробанка Японии Масааки Сиракава намекнул на подобный сценарий. В середине февраля Сиракава призвал

премьер-министра страны Юкио Хатояма сократить обширный долг и предупредил о том, что инвесторы могут утратить доверие к Японии и ее валюте после греческих бюджетных проблем. Это был экстраординарный комментарий. И глава Центробанка Японии был прав в том, что пролил свет на риски для экономики в размере \$4,9 трлн. Однако, в отличие от Греции, у Японии есть собственная валюта и свой рынок, который она контролирует. У нее положительное сальдо и \$15 трлн сбережений домохозяйств.

СТРАНЫ И ВАЛЮТЫ: Австралия — австралийский доллар AUD, Белоруссия — белорусский рубль BYR, Бразилия — реал BRL, Великобритания — британский фунт GBP, Венгрия — форинт HUF, Гонконг — гонконгский доллар HKD, Дания — датская крона DDK, Египет — египетский фунт EGP, Израиль — шекель ILS, Индия — рупия INR, Казахстан — тенге KZT, Канада — канадский доллар CAD, Китай — юань CNY, Куба — кубинский песо CUP, Латвия — лат LVL, Литва — лит LTL, Марокко — марокканский дирхам MAD, Мексика — песо MXN, Новая Зеландия — новозеландский доллар NZD, Норвегия — норвежская крона NOK, ОАЭ — дирхам ОАЭ AED, Польша — злотый PLN, Россия — рубль RUB, Таиланд — бат THB, Турция — турецкая лира TRY, Тунис — тунисский динар TND, Украина — гривна UAH, Чехия — чешская крона CZK, Швеция — шведская крона SEK, Швейцария — швейцарский франк CHF, Эстония — эстонская крона EEK, ЮАР — ранд ЮАР ZAR, Япония — иена JPY.

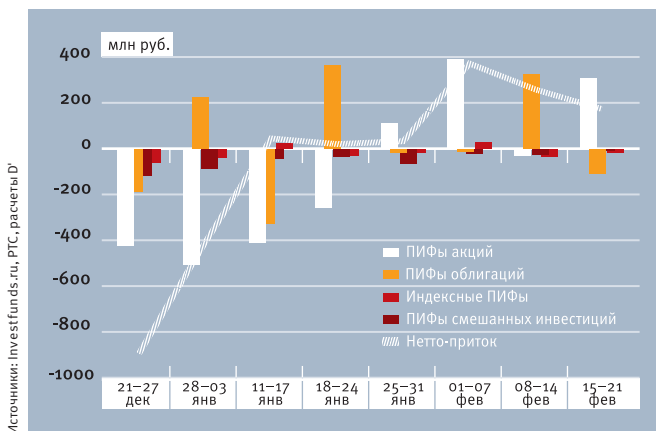
ТЕЛЕКОМЫ ЕЩЕ ПОБУДУТ В ЛИДЕРАХ

Управляющие компании почували оживление и начали менять свой бизнес и свои фонды

ПИФы – лидеры по доходности за месяц

Фонд акций		
Прибыль, %	Фонд	УК
22,49	Идель	Альянс капитал
7,83	Олма — мировые телекоммуникации	Олма-финанс
7,8	Русь-капитал — телекоммуникации	Русь-капитал
Фонды смешанных инвестиций		
Прибыль, %	Фонд	УК
7,29	Неофитус — фонд смешанных инвестиций	Неофитус
3,75	Оптим банковский	Нивелир
3,34	Мономах-Панорама	Мономах
Фонды облигаций		
Прибыль, %	Фонд	УК
3,01	ЛУКойл — фонд консервативный	Уралсиб
2,56	ВТБ — фонд казначейский	ВТБ — управление активами
2,34	МДМ — мир облигаций	МДМ эссет менеджмент

Приток/отток денег в открытых фондах



Рынок ПИФов постепенно оживает: в конце февраля сразу несколько управляющих компаний заявили об изменениях в своем бизнесе. Так, УК «Флеминг фэмили энд партнерс» будет завоевывать новые сегменты рынка, а заодно обновила команду управляющих директоров: за развитие рыночных продуктов, ориентированных как на ритейл, так и на обслуживание состоятельных клиентов, будет отвечать Рустам Исеев, а Александр Соловьев займется реализацией долгосрочных инфраструктурных проектов, формированием и привлечением инвесторов в ЗПИФы.

«Ренессанс групп» разделила свой бизнес по управлению активами, чтобы избежать потенциально возможного конфликта интересов: Renaissance Wealth Management (RWM) будет управлять средствами клиентов, а Renaissance Asset Managers (RAM) — этих клиентов консультировать. В команду RAM вошли несколько менеджеров из Merrill Lynch и Blackrock. Сейчас размер активов RAM составляет \$800 млн, за пять лет планируется привлечь под управление \$10 млрд.

«Альфа-капитал» запустил линейку международных фоллио: БРИК, Chindia, Европа и США, которые будут доступны

Доходность ОТКРЫТЫХ ПИФОВ ЗА МЕСЯЦ, %



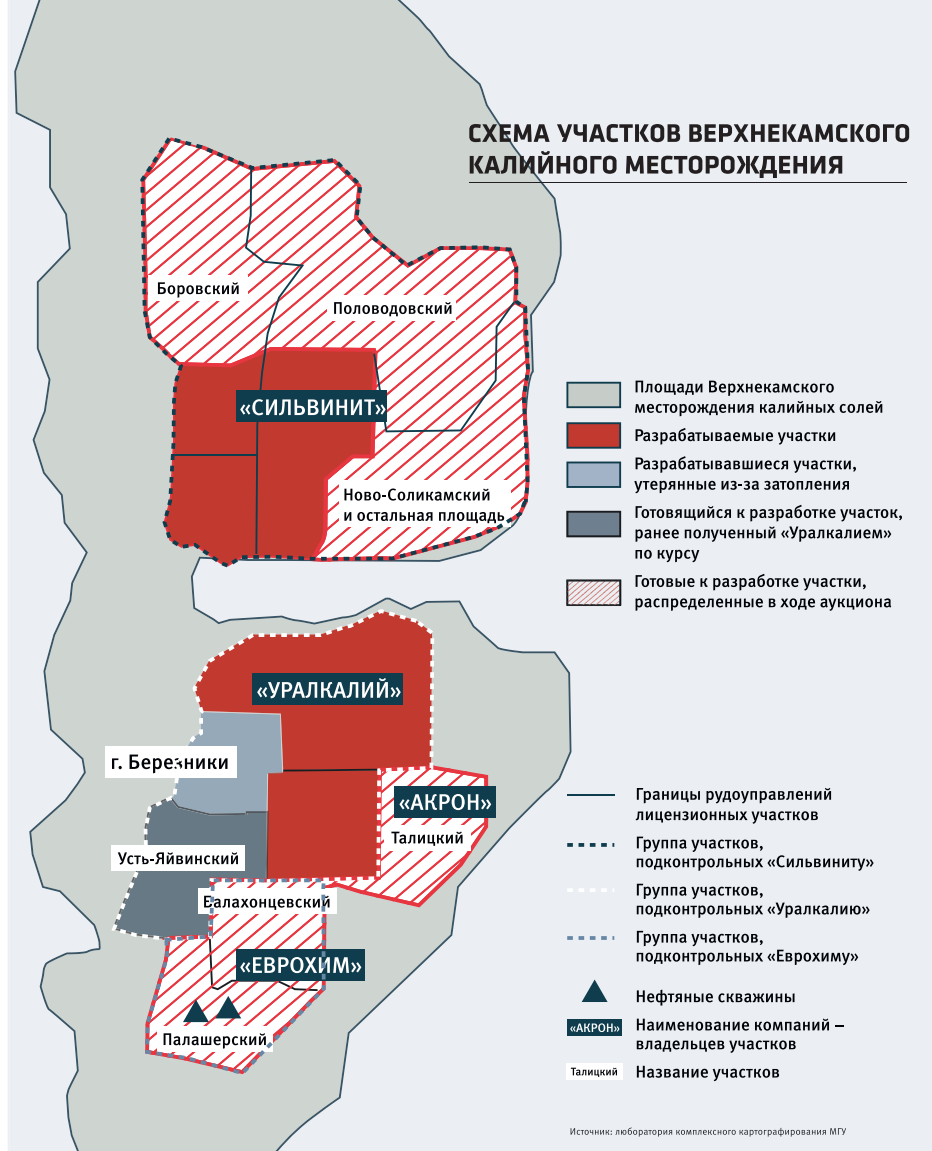
для квалифицированных инвесторов. Фоллио — это некий аналог фонда, корзина ценных бумаг с общей инвестиционной идеей. В состав новых фоллио «Альфа-капитала» вошли акции иностранных компаний и индексных фондов (ETF).

Наиболее удачно в конце зимы шли дела в телекоммуникациях: ПИФы с акциями этой отрасли показали самую высокую доходность по сравнению с другими отраслями. Управляющий активами УК «Олма-финанс» Александр Волков рассказал D¹, что в феврале фонду «Олма — мировые телекоммуникации и высокие технологии» удалось достичь высокой доходности за счет «увеличения в портфеле доли ценных бумаг телекоммуникационного сектора с наибольшим потенциалом роста». По мнению Алексея Логвина, главного экономиста УК «Русь-капитал», в ближайшие месяцы бумаги компаний телекоммуникационного сектора будут выглядеть лучше рынка. «Идея консолидации отрасли будет служить основой для сохранения спекулятивного спроса», — говорит Логвин.

Среди фондов облигаций лидером стал «Уралсиб — фонд консервативный», который даже при позитивном настроении на рынке соблюдает осторожность и не инвестирует в «длинные» бумаги. По словам Андрея Лифшица, управляющего активами «Уралсиб — фонд консервативный», фонду удается находиться в лидерах за счет тщательного отбора недооцененных бумаг. «Фонд не разделял негативного отношения на рынке к компаниям угольного сектора и дешево купил облигации «Белона» и «Мечела». Через какое-то время к этим бумагам появился массовый интерес, и они продемонстрировали хороший рост. Также фонд был и остается позитивно настроенным к облигациям «Сибметинвеста» (SPV «Евраз») и считает, что его бумаги выглядят дешево на фоне облигаций других компаний металлургического сектора», — отмечает Лифшиц. D¹

Рубрику ведет **ТАТЬЯНА ЛАНЬШИНА**

СХЕМА УЧАСТКОВ ВЕРХНЕКАМСКОГО КАЛИЙНОГО МЕСТОРОЖДЕНИЯ



мяса. Грубо говоря, средний китаец стал есть вместо одной чашки риса в день две, что радикально изменяет глобальный рынок этой сельхозкультуры.

Глобальная проблема в том, что население нашей планеты продолжает увеличиваться, в Азии стремительно растет средний класс, при этом посевные площади имеют естественный предел. Наша страна скатилась на девятое место по размеру населения, уступив место Индонезии, Бразилии, Пакистану, Бангладеш и Нигерии. Да и Китай, видимо, вскоре уступит пальму первенства Индии, благосостояние населения которой также может вырасти. Неизбежный рост потребления продовольствия — Клондайк для расчетливого инвестора. Уже сейчас понятно, что увеличить производство продовольствия и выжать по максимуму из имеющихся сельскохозяйственных площадей можно, лишь призвав на помощь удобрения. Акции производителей удобрений — «горячие пирожки» с претензией на серьезный рост. Цены на удобрения (в отличие от нефти или меди) сейчас на дне, и начинается новый цикл их роста.

Не будем углубляться в агрохимические тонкости, а попробуем найти несколько привлекательных историй. Из теоретической части необходимо понимать, что удобрения бывают трех типов — фосфорные, азотные и калийные, плюс комбинации их смесей. Также стоит учитывать, что при дорогой нефти резко увеличивается производство биотоплива. А чтобы повысить производство сырья для изготовления этилового спирта (сахарный тростник, кукуруза и т. д.), производители не жалеют удобрений, следовательно, и рост здесь происходит с небольшим лагом по времени к нефти.

КАЛИЙ

«Уралкалий» — главная российская минеральная «фишка», специализирующаяся на калийных удобрениях. Второй в России и шестой в мире производитель хлористого калия. Основной владелец Дмитрий Рыболовлев через Madura Holding Limited контролирует 65,63%, 15,78% при-

ЭЛВИС МАРЛАМОВ

АКЦИИ НА ПОСЕВ

Ставка инвесторов на металлы себя изжила, им пора переключаться на более перспективные активы — удобрения

2009 год запомнится инвесторам надолго. Избыток ликвидности в условиях сверхмягкой политики Федеральной резервной системы США привел к удорожанию основных биржевых товаров: нефти, меди, никеля, алюминия, палладия. В то же время спрос со стороны реального сектора на эти товары не вырос. Опасения фиксации прибыли в секторе промышленных металлов могут заставить инвесторов перейти в другие активы.

Изучив графики commodities, можно заметить, что цены на продовольствие выросли не так значительно, как, скажем, на золото или цинк. В то же время потре-

бление пшеницы, риса, сои и кукурузы, которые также торгуются на биржах, растет из года в год. Дело не только в росте населения земного шара, которое вот-вот превысит 7 млрд человек. Фундаментальный сдвиг происходит в Азии: благодаря бурному росту экономик увеличилось благосостояние местного населения, что привело к серьезным изменениям в рационе. Растет потребление калорий на душу населения, увеличивается потребление

Если ликвидность акций «Сильвинита» вырастет, можно рассчитывать на то, что его капитализация будет больше, чем у «Уралкалия»

надлежит юридическим и физическим лицам, 18,59% — The Bank of New York.

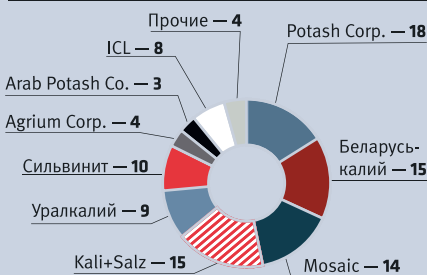
В последние годы «приключения» «Уралкалия» на бирже сделали бумагу очень популярной и даже спекулятивной: затопление рудника номер один в 2006 году (кроме того, в июле 2007-го из-за затопления на одном из участков произошел провал грунта — в его зону попали железнодорожная ветка и объекты электроэнергетики) лишило компанию трети мощностей. Благо незадолго до этого было отменено SPO, иначе репутация была бы серьезно подпорчена. Удивительно, но ровно через год компании удалось разместить 12,75% акций по \$3,5, что было почти на 50% выше, чем планировалось год назад. После этого началось ралли, в ходе которого акции выросли на 400%, а капитализация приблизилась к \$40 млрд.

Уже осенью 2008 года компания получила удар под дых от Министерства природных ресурсов: проверка пришла к выводу, что «Уралкалий» в результате аварии в 2006 году и последующего провала грунта нанес серьезный ущерб государству, в итоге акции рухнули в четыре раза менее чем за месяц. Пошли слухи о скорой национализации, паникеры с оптимистами спорили о том, что это «второй ЮКОС», а не «второй “Мечел”». В итоге все обошлось: компания вызвалась частично компенсировать ущерб, причиненный провалом (выплатила государству 2,8 млрд руб. и выделила 5,5 млрд на строительство железной дороги).

Впрочем, 2010 год начался для «Уралкалия» не слишком удачно: в феврале заместитель председателя правительства РФ Игорь Сечин поручил Роснедрам, Ростехнадзору и Росприроднадзору предоставить расчет ущерба в связи со снятием с государственного учета запасов рудника БКРУ-1 ОАО «Уралкалий». Возобновление «дела “Уралкалия”», по словам аналитиков, несет значительные риски для компании и способно коренным образом изменить отношение инвесторов к ее акциям. И это несмотря на то, что пока новые претензии формально не предъявлены.

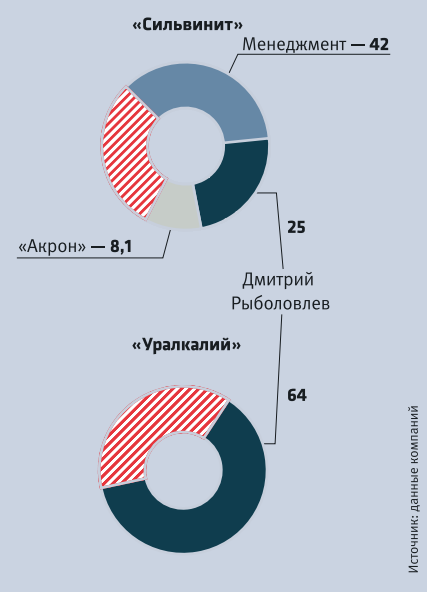
Компания	Капитализация, млрд руб.	Производство 2008 г., млн тонн	Производство 2009 г., млн тонн	Чистая прибыль за 9 мес. 2009 г., млрд руб.
Уралкалий	280	4,79	2,62	5,09
Сильвинит	210	5,1	3,5	12,01

ОБЪЕДИНЕННАЯ КОМПАНИЯ СТАЛА БЫ КРУПНЕЙШИМ ПРОИЗВОДИТЕЛЕМ, %



Источник: расчеты автора

ДМИТРИЙ РЫБОЛОВЛЕВ МЕЧТАЕТ ОБЪЕДИНИТЬ «СИЛЬВИНИТ» И «УРАЛКАЛИЙ», НО МЕНЕДЖМЕНТ «СИЛЬВИНИТА» ПРОТИВ, ПАКЕТ «АКРОНА» МОЖЕ ИЗМЕНИТЬ РАСКЛАД СИЛ, %



Источник: данные компаний

Удивительно, но если про «Уралкалий» слышал каждый, то о его старшем брате «Сильвините» — почти никто. А ведь последний уже несколько лет опережает конкурента по таким показателям, как выручка, объемы добычи и чистая прибыль.

Главный минус «Сильвинита» — низкая ликвидность его акций. Торгуются они в районе 22–23 тыс. руб. за штуку, сделки совершаются редко, внутрисуточные обороты в 10–30 раз меньше, чем по «Уралкалию». В то же время менеджмент компании планирует провести сплит — раздробить акцию на 100. К плюсам можно отнести наличие у компании перспективных запасов: в 2008 году на аукционе

был приобретен Половодовский участок, разработка которого значительно увеличит производство калийных солей в будущем. «Уралкалий» же не смог выиграть на двух других аукционах, уступив соседние участки «Акрону» и «Еврохиму» — новым игрокам в калийной отрасли (см. карту-схему Верхнекамского месторождения).

Если разрешится ситуация с ликвидностью, то можно рассчитывать, что капитализация «Сильвинита» будет больше, чем у «Уралкалия». Более того, инвесторы ожидают в перспективе объединение обеих компаний, ведь до приватизации они были единым целым. Объединенная компания стала бы номером один в мире, сосредоточив 30% мировых запасов и почти 20% производства калийных удобрений. Дмитрий Рыболовлев уже собрал 25% акций «Сильвинита», контрольный пакет которого — в руках менеджмента компании (один из них — член совета директоров ОАО «Сильвинит» Петр Кондрашов).

АЗОТ

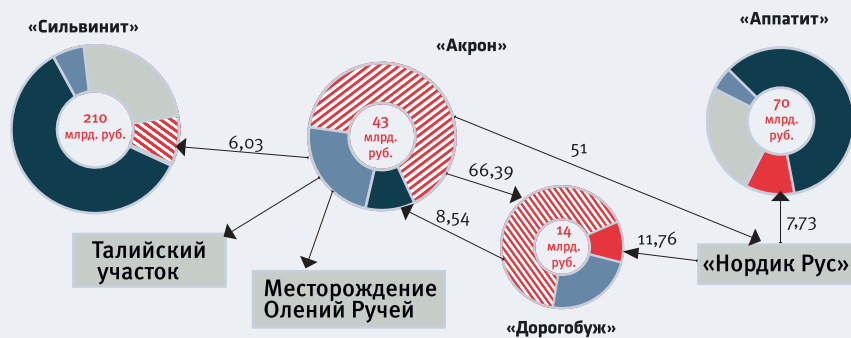
В отличие от калия, 90% мирового производства которого контролируют семь компаний, рынок азотных удобрений принципиально другой. Сырьем для производства является природный газ, стоимость которого внутри России в ближайшее время сравняется с мировыми ценами, что лишит ее конкурентоспособности. Да и игроков гораздо больше: пять химических холдингов и три независимых завода. На бирже ММВБ торгуются акции «Акрона» и «Дорогобужа», а также малоликвидные бумаги «Кемеровского азота». На РТС можно найти бумаги «Куйбышевазота», «Пермских минудобрений» и «Череповецкого азота». В ближайшее время на биржу планируют выйти крупные холдинги «Уралхим» и «Еврохим», владеющие несколькими химкомбинатами. Их размещение может вызвать интерес к акциям «Акрона», ведь инвесторы логично подумают: «А зачем покупать долю в компании на IPO дорого, если можно купить подобную, но на вторичном рынке и сравнительно дешево?»

В целом «Акрон» выглядит привлекательно не только для спекулянта, но и для долгосрочного инвестора. Первое, что бросается в глаза человеку, вооруженному калькулятором (см. схему), — при капитализации 48 млрд руб. комбинат владеет долями в публичных активах: «Дорогобуже», «Сильвините» и «Апатите»,

Производители удобрений

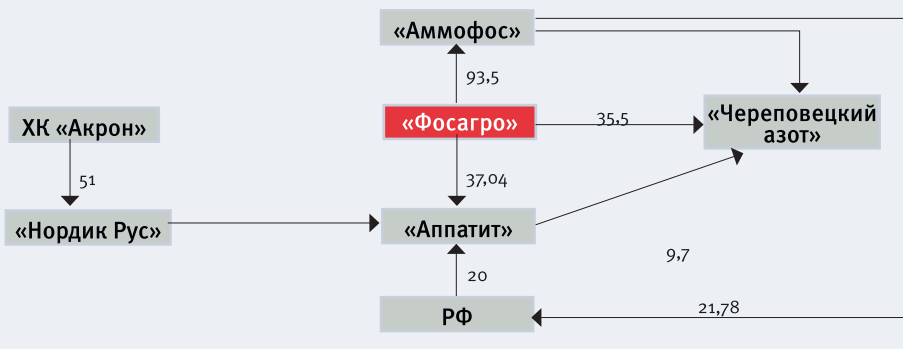
Холдинг	N (азот)	P (фосфор)
Акрон	Акрон, Хунжи-Акрон (51%), Дорогобуж (66%)	Северная фосфорная компания, Апатит (7,73%)
МХК Еврохим	Новомосковский азот, Невинномысский азот	Ковдорский ГОК, Белореченские минудобрения
Уралхим	Пермский азот, Кирово-Чепецкий ХК (97%), Пермские минудобрения (46,4%)	Воскресенские минудобрения (90%)
Сибур – минеральные удобрения	Кемеровский азот (90%), Пермские минудобрения (48,1%)	–
Фосагро	Череповецкий азот	Апатит (58,82%), Аммофос (93,75%)

АКТИВЫ «АКРОНА», %

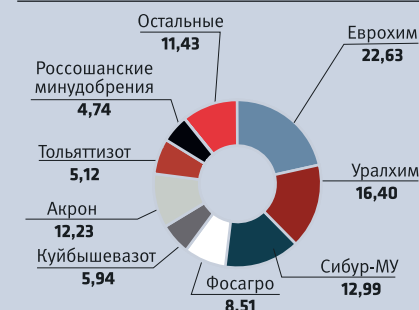


Источники: данные компаний

«ФОСАГРО», %



ПРОИЗВОДСТВО АЗОТНЫХ УДОБРЕНИЙ, %



Источники: данные компаний, расчеты автора

ФОСФОР

Среди производителей фосфора бумаг крайне мало. На РТС можно купить акции производителя апатитового концентрата «Апатит» и бумаги череповецкого химкомбината «Аммофос». Оба эти производителя входят в холдинг «Фосагро». В настоящий момент внутри холдинга происходит реструктуризация и перетряска активов. Есть предположения, что центром компании станет именно «Аммофос»: недаром «Фосагро» перевела на него часть акций «Апатита» и «Череповецкого азота». Сам «Апатит» стал своеобразным козлом отпущения: правительство «назначило» его монополистом, запретив завышать цены для внутренних потребителей, среди которых тот же «Акрон». Также был возвращен в госсобственность пакет 26,6% голосующих акций «Апатита». Если же его выставят на приватизационный аукцион, то можно ожидать настоящей схватки, ведь «Акрон» через компанию «Нордик Рус» уже владеет 10,3% голосов. Это приведет к удорожанию акций, но в планах приватизации на 2010 год пакет «Апатита» не фигурирует.

«Уралхим» объявил о возможности IPO — есть вероятность, что размещение состоится уже в текущем году, а в качестве площадки в компании рассматривают Лондонскую биржу. В рамках подготовки к IPO компания приводит свою структуру в порядок. Увеличена доля в «Воскресенских минудобрениях» с 75 до 90%, также в ФАС подана заявка на увеличение доли в «Пермских минудобрениях» (ПМУ) до 100%, но здесь придется побороться с конкурентом: у «Сибура» — 48% в ПМУ. «Дочка» «Газпрома» всегда хотела быть значимым игроком в секторе удобрений, но смогла закрепиться лишь на «Кемеровском азоте», который торгуется на ММВБ под тикером «Азот». D'

рыночная стоимость которых составляет 28 млрд руб. А ведь есть еще и непубличные активы. В прошлом году «Акрон» продал миноритарную долю в «Сибнефтегазе» — теперь инвесторы ждут продажи других активов, прежде всего 8,1% голосующих акций в «Сильвините». Эта доля не приносит каких-либо устойчивых поставок калия, тем более что в будущем «Акрон» построит собственный калийный рудник, ведь в 2008 году на аукционе было заплачено, а точнее, переплачено 16,8 млрд руб. за Талицкий участок. В рамках получения сырьевой независимости от «Апатита» планируется ввести в строй и фосфорный рудник на месторождении Олений Ручей (Северная фосфорная компания). Это все относится хоть и к относительно отдаленному будущему, но звучит заманчиво: «Акрон» пла-

нирует стать производителем сразу всех видов удобрений.

Владельцы комбината могут вернуться и к идее размещения акций в Лондоне. Напомню, летом 2008 года «Акрон» планировал предложить инвесторам свои бумаги в диапазоне \$120–150, но финансовый кризис сорвал эти планы. Сейчас акции торгуются по \$30–35, но если макроэкономическая ситуация будет стабильной, вряд ли лондонским инвесторам продадут акции дешево. Впрочем, компания имеет внутренние резервы роста и может продолжить реструктуризацию активов. Помимо продажи пакета в Сильвините менеджмент может вернуться к теме перехода на единую акцию с крупнейшей «дочкой» «Дорогобужем». В случае слияния на балансе «Акрона» окажется пакет собственных акций на 4 млрд руб.

«Скальперский привод»

ДЕВУШКА ГЛАЗАМИ ТРЕЙДЕРА

«Улыбка волатильности»

Leverige

«Линия Боллинджера»

«Кризис»

«Купоны»

«Лента новостей»

«Тиковый график»

«Линия шеи»

«Волны Эллиотта»

«Кредитное плечо»

«Дивиденды»

«Уровень коррекции»

«Вторая нога сделки репо»



**МИЛЛИОНЕРОМ
можешь ты не быть,
но стать инвестором обязан!**

Проект www.fincake.ru позволит начинающему инвестору
разобраться в разных аспектах игры на бирже.

В разделе «Центр знаний» собрана вся информация о том, как торговать:
от определения понятия «биржа» до технического анализа инструментов.



ИНВЕСТОР

МОЖЕТ СТАТЬ КАЖДЫЙ!

Проект www.fincake.ru дает возможность попробовать себя в качестве трейдера. Следуя представленным в проекте инвестиционным идеям и опираясь на успешный опыт других пользователей, можно выработать ряд оптимальных стратегий и проверить их на практике в учебном режиме.