

**EAST ROAD  
ADVISORS**

# **Украинский рынок акций:**

**осмысление ситуации в различных контекстах**

Виталий Шушковский,  
[shushkovsky@eastroad-advisors.com](mailto:shushkovsky@eastroad-advisors.com)

февраль 2010

# Ожидания и результаты

Единственное, о чём позволяют с уверенностью судить прогнозы аналитиков на будущий год, – это результаты года прошедшего. Впрочем, само по себе это не означает, что за очень успешным годом не может последовать умеренно успешный.

	<i>КОЛ-ВО</i>	<i>МИН.</i>	<i>МЕДИАНА</i>	<i>МАКС.</i>	<i>ФАКТ</i>
2007					135%
2008	9	30%	40%	70%	-74%
2009	4	-30%	13%	25%	90%
2010	8	5%	30%	65%	???

# Динамика акций и корпоративные прибыли (1)

2009 г. показал самое сильное рахождение в «новой истории» украинского рынка.

Исторически украинский рынок акций двигался в относительной гармонии с показателями прибыли отечественных компаний, опережая их динамику на 1-2 квартала. Однако 2009 год стал исключением: рынок закончил его на уровне февраля 2007 г., а финансовый результат компаний был самым низким за 9 лет, по которым доступна статистика.

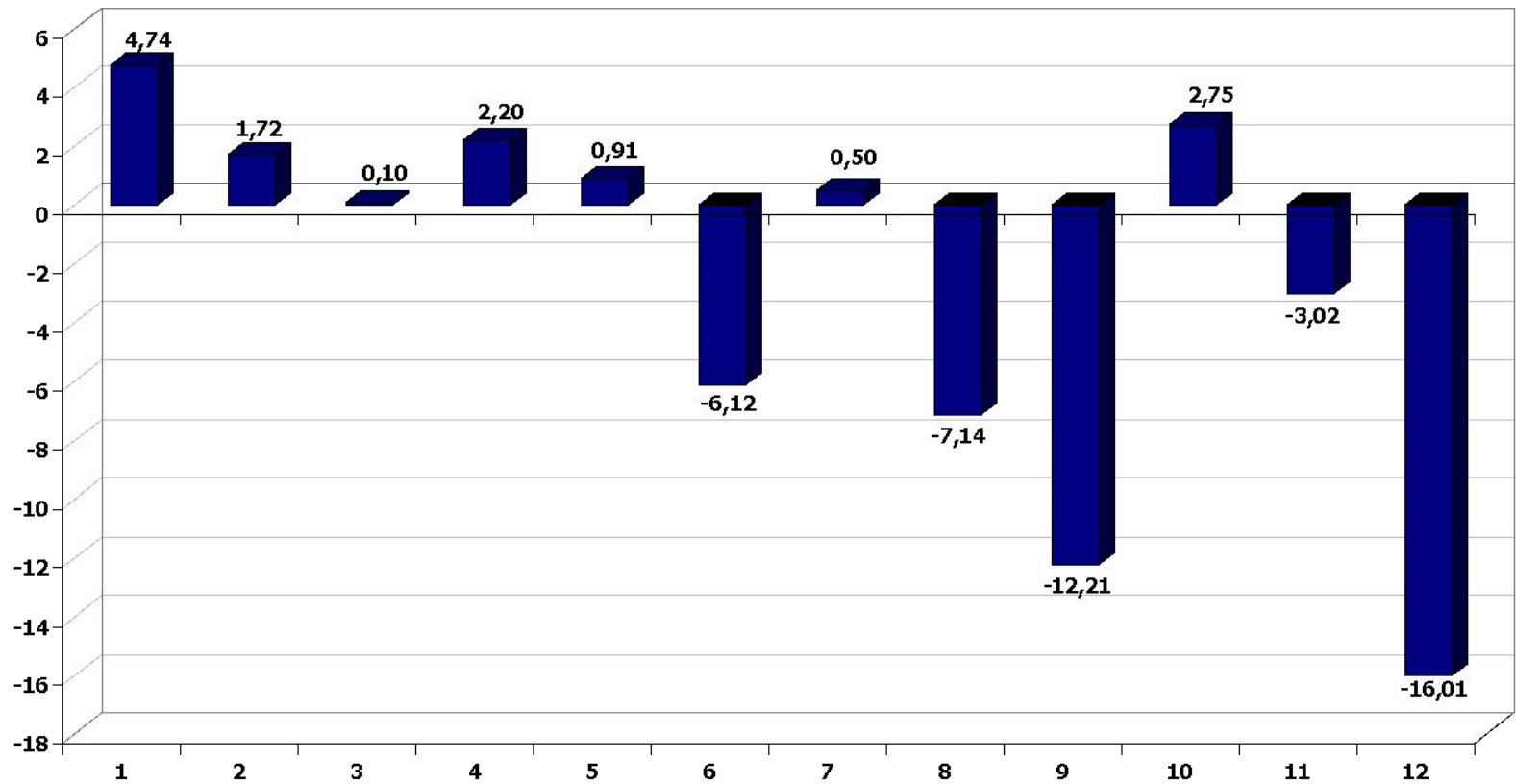
	Доналоговая прибыль предприятий Украины		Индекс ПФТС	
	млн. грн.	изм., %	значение на закрытие года	изм., %
<b>2003</b>	19 643,3	-	85,43	-
<b>2004</b>	44 578,4	126,9	260,13	204%
<b>2005</b>	64 370,8	44,4	352,97	36%
<b>2006</b>	76 253,4	18,5	498,86	41%
<b>2007</b>	135 897,9	78,2	1 174,02	135%
<b>2008*</b>	57 910,2	-57,4	301,42	-74%
<b>2009</b>	-31 589,9	x	572,91	90%

\* В октябре 2009 г. Госкомстат опубликовал «уточнённый» показатель 2008 г. на уровне 8 954,2 млн. грн. Причины такого радикального «уточнения» не вполне ясны; в таблице мы приводим первоначально опубликованный показатель.

## Динамика рынка и корпоративные прибыли (2)

*рекордные убытки в значительной мере обусловлены списаниями в банковском секторе...*

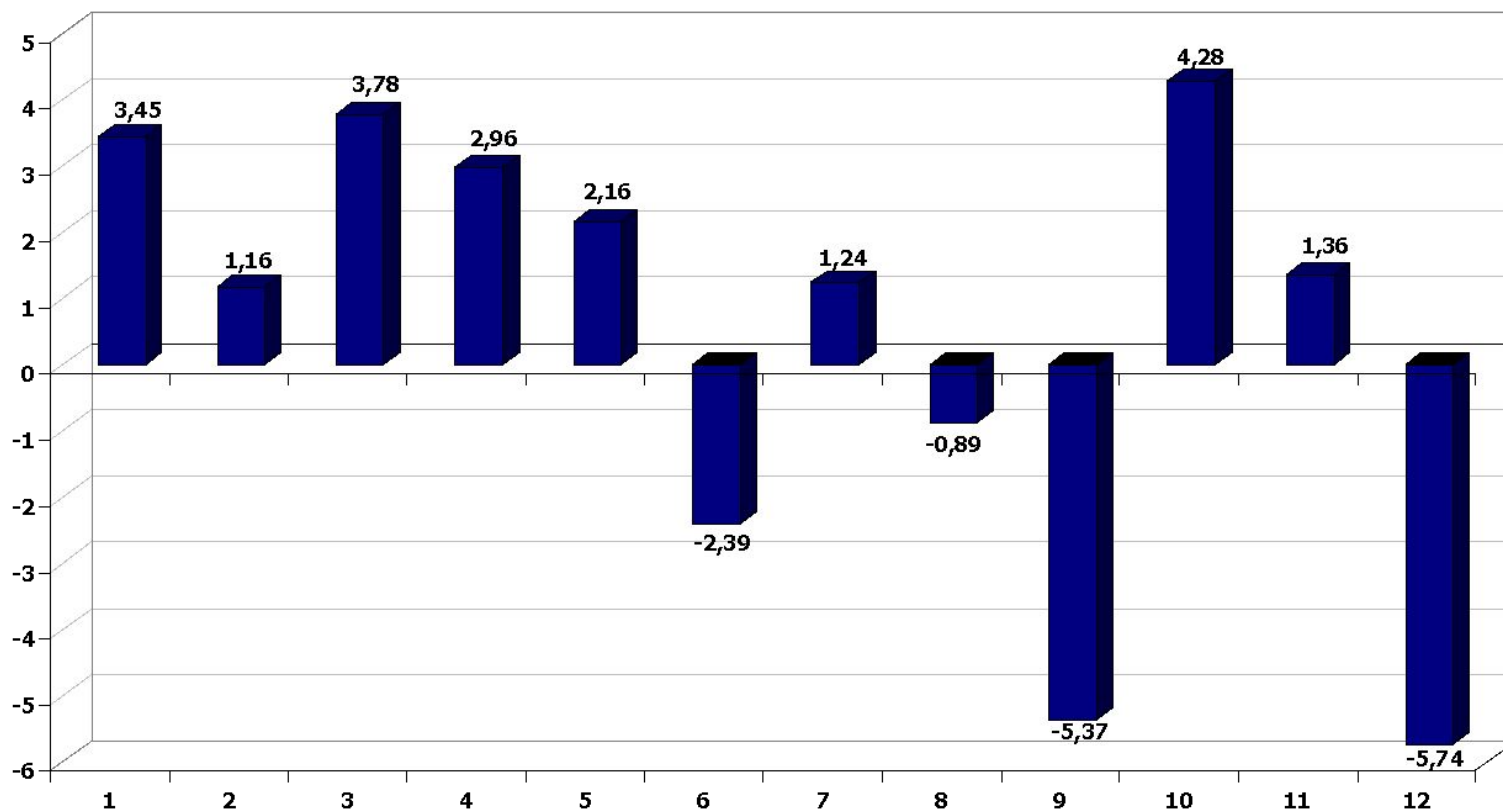
Доаналоговая прибыль компаний Украины (2009, млрд.грн.)



# Динамика рынка и корпоративные прибыли (3)

... но и в реальном секторе картина пока остаётся довольно мрачной.

Доналоговая прибыль в реальном секторе (2009, млрд.грн.)



# Украинский рынок в международном контексте (1)

	Максимум		Минимум		Падение
<b>ПФТС</b>	1208,61	15.01.2008	199,12	06.03.2009	-84%
<b>MICEX</b>	1970,46	12.12.2007	493,61	28.10.2008	-75%
<b>MSCI Frontier Markets ECE-CIS</b>	1091,27	16.07.2007	358,36	09.03.2009	-67%

На сегодня утратил актуальность аргумент, согласно которому отечественный рынок имеет большой потенциал роста, поскольку до этого он упал сильнее, чем соседние.

В то же время «отскок», наблюдаемый на Украине, хотя и превосходит в относительном выражении показатели других frontier markets региона, но пока уступает российской динамике.

	Значение на 17.02	Рост с минимума	Retracement
<b>ПФТС</b>	675,34	239%	47%
<b>MICEX</b>	1354,09	174%	58%
<b>MSCI FM ECE</b>	641,09	79%	39%

# Украинский рынок в международном контексте (2)



# Качественные изменения (1)

*Сравнивать динамику «старого» и «нового» рынка нужно с осторожностью.*

Посткризисный рынок украинских акций существенно отличается от докризисного:

- **Впервые существенную роль стал играть розничный сегмент.**

Хотя определённая часть появившихся на рынке физлиц-трейдеров имеет опыт работ с украинскими и российскими акциями, рынком forex и т.п., логично предполагать, что большинство представителей этого сегмента – новички, пока не имеющие опыта торговли в условиях серьёзной коррекции.

- **Инвесторам-нерезидентам стали доступны более качественные инструменты.**

Рынок украинских локальных акций по большей части представляет собой побочный продукт сертификатной приватизации 1990-х гг. Многие торгуемые компании не являются (и вряд ли когда-нибудь станут) центрами капитализации в рамках бизнес-групп, которые их контролируют. В то же время за 2006-2008 гг. около 30 компаний, ведущих бизнес на Украине, разместили акции за рубежом. Поэтому большая часть ожидаемого некоторыми инвесторами поствыборного притока денег нерезидентов может обойти локальный рынок стороной.



## Качественные изменения (2)

TOP-10 ликвидных компаний, дающих exposure на Украину: только 4 торгуются локально.

<b>Компания</b>	<b>Площадка</b>	<b>Среднедневной оборот, USD '000(2010)</b>
Ferrexpo	Лондон	4 594
Regal Petroleum	Лондон	4 058
Kernel	Варшава	2 011
JKX Oil & Gas	Лондон	1 828
Укрнефть	Украина	415
Енакиевский МЗ	Украина	398
Astarta	Варшава	386
МНР	Лондон	381
Азовсталь	Украина	329
Мотор Сич	Украина	248

## 2010 год: надеяться на лучшее, готовиться к худшему

---

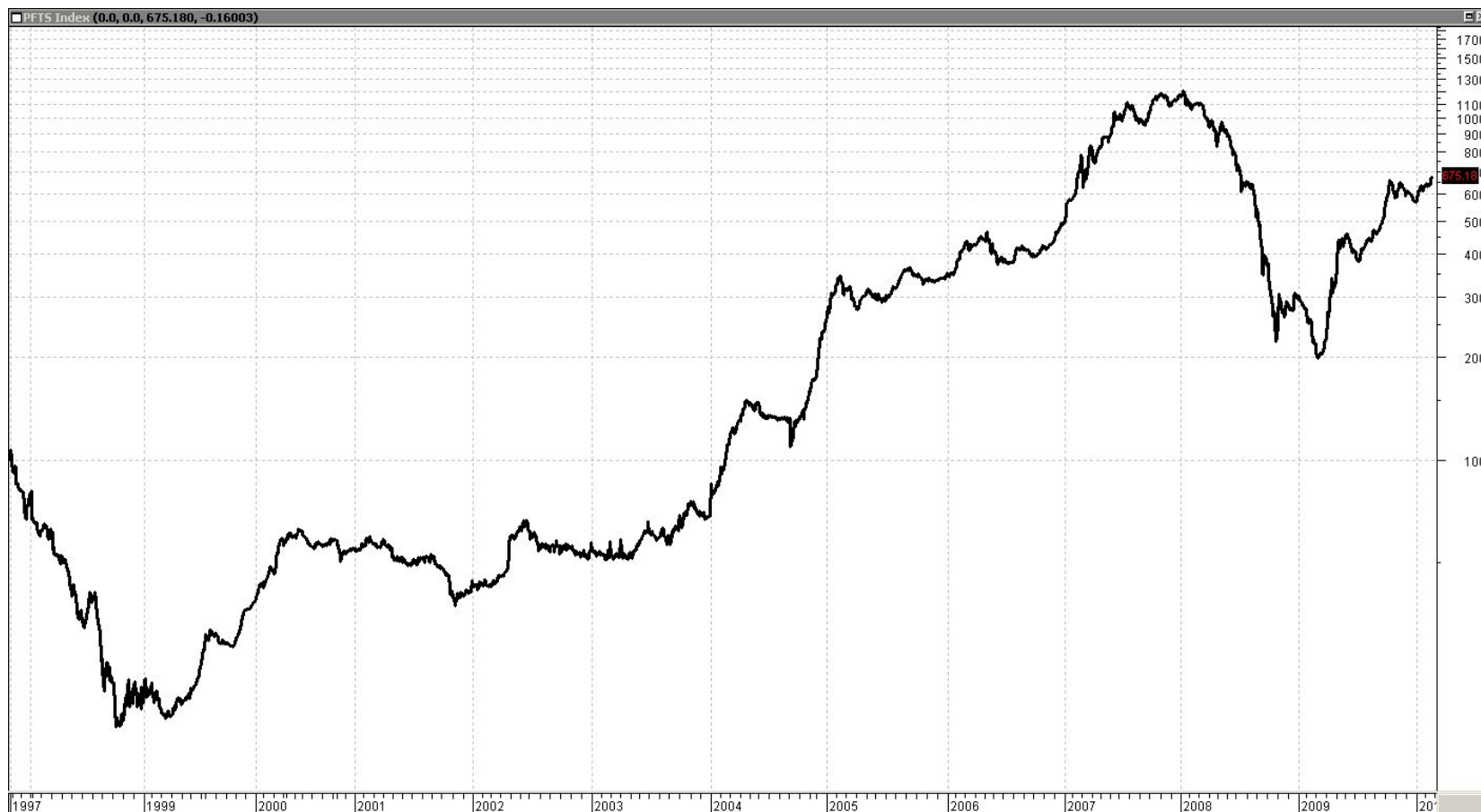
Целый ряд обстоятельств говорит в пользу, как минимум, сдержанных ожиданий на 2010 год:

- Ожидания инвесторов, сформированные под воздействием прошлогоднего успеха, могут оказаться завышенными.
- Экономическая и политическая ситуация в стране и мире остаётся сложной.
- Рынок украинских локальных акций стал менее привлекателен для нерезидентов. В то же время большинство местных участников рынка, как профессиональных, так и розничных, ориентировано на краткосрочные торговые стратегии.

# Исторический аспект

*История не повторяет себя дословно. Однако нынешнее ралли пока в целом похоже на первичный отскок 1998-2000 гг., за которым последовала длительная коррекция.*

## Индекс ПФТС, 1997-2010 (логарифмическая шкала)



# Проблема выбора инструментов

- **Тема 1 – приватизация**

Как и кризис 1998 г., нынешний спад заставит правительство живее распродавать оставшиеся под его контролем активы. В этом смысле стоит обратить внимание на «Укртелеком» и энергогенерирующие компании. Кроме того, стоит задуматься над тем, каким эмитентам приватизация пойдёт на пользу косвенно. Так, приватизация контролируемых государством угольных шахт может улучшить перспективы украинских производителей горного оборудования.

- **Тема 2 – расшивка "узких мест" инфраструктуры**

Украине и другим бывшим республикам СССР необходимы крупные вложения в энергетическую, коммунальную и транспортную инфраструктуру. Инвестиции, осуществлённые за период между кризисами 1998 и 2008 гг. позволили замедлить исчерпание «запаса прочности», созданного ещё в советское время, но не решили большинство существующих проблем. В этом свете привлекательными долгосрочными вложениями представляются акции компаний энергетического и транспортного машиностроения.

- **Тема 3 – ставка на потенциальные центры капитализации**

В перспективе рынок очистится от инструментов, представляющих собой наследие приватизации и так и не ставших средством привлечения капитала для эмитентов. Поэтому игрокам, нацеленным на долгосрочную перспективу, стоит уделять особое внимание бумагам, которые имеют шансы остаться на рынке через 5-10 лет. Эта ставка вряд ли сыграет в 2010 г., но как минимум, размышлять в данном направлении стоит уже сейчас.

# Спасибо за внимание!

---

Виталий Шушковский,  
[shushkovsky@eastroad-advisors.com](mailto:shushkovsky@eastroad-advisors.com)