

EAST ROAD
ADVISORS

Украинский рынок акций:

осмысление ситуации в различных контекстах

Виталий Шушковский,
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.

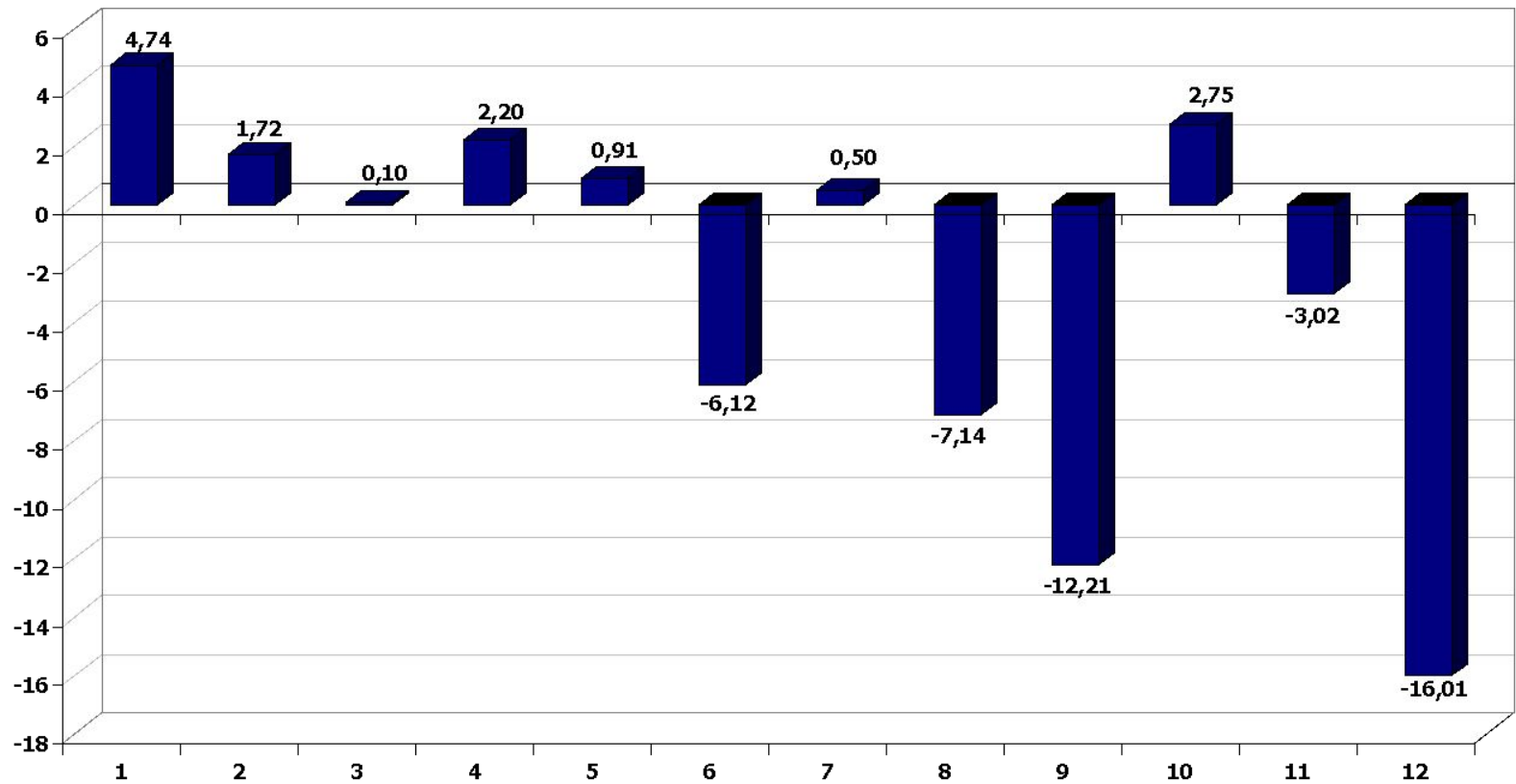
	Доналоговая прибыль предприятий Украины		Индекс ПФТС	
	млн. грн.	изм., %	значение на закрытие года	изм., %
2003	19 643,3	-	85,43	-
2004	44 578,4	126,9	260,13	204%
2005	64 370,8	44,4	352,97	36%
2006	76 253,4	18,5	498,86	41%
2007	135 897,9	78,2	1 174,02	135%
2008*	57 910,2	-57,4	301,42	-74%
2009	-31 589,9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

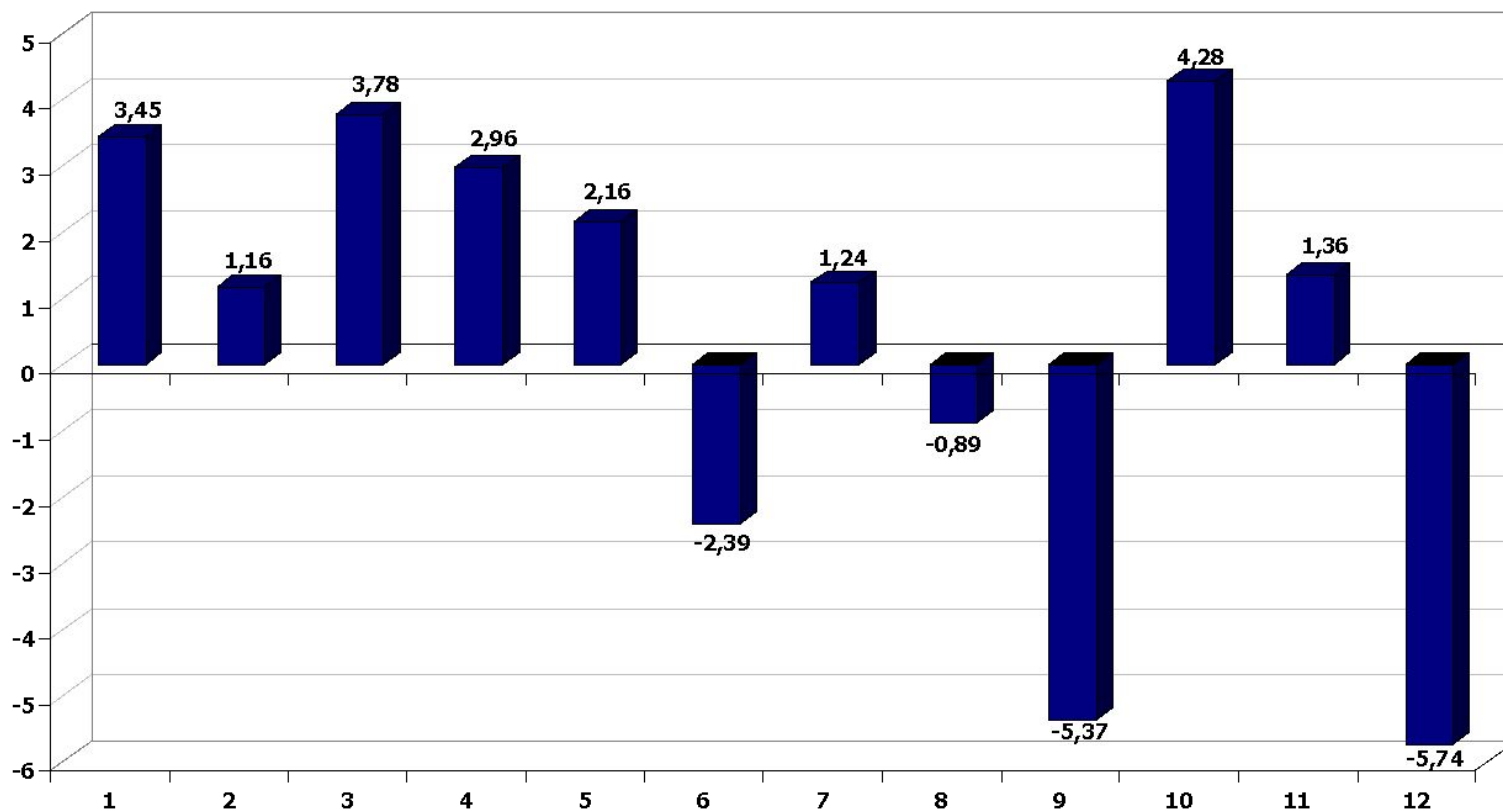
Доаналоговая прибыль компаний Украины (2009, млрд.грн.)



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
ПФТС	1208,61	15.01.2008	199,12	06.03.2009	-84%
MICEX	1970,46	12.12.2007	493,61	28.10.2008	-75%
MSCI Frontier Markets ECE-CIS	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
ПФТС	675,34	239%	47%
MICEX	1354,09	174%	58%
MSCI FM ECE	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.

Компания	Площадка	Среднедневной оборот, USD '000(2010)
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

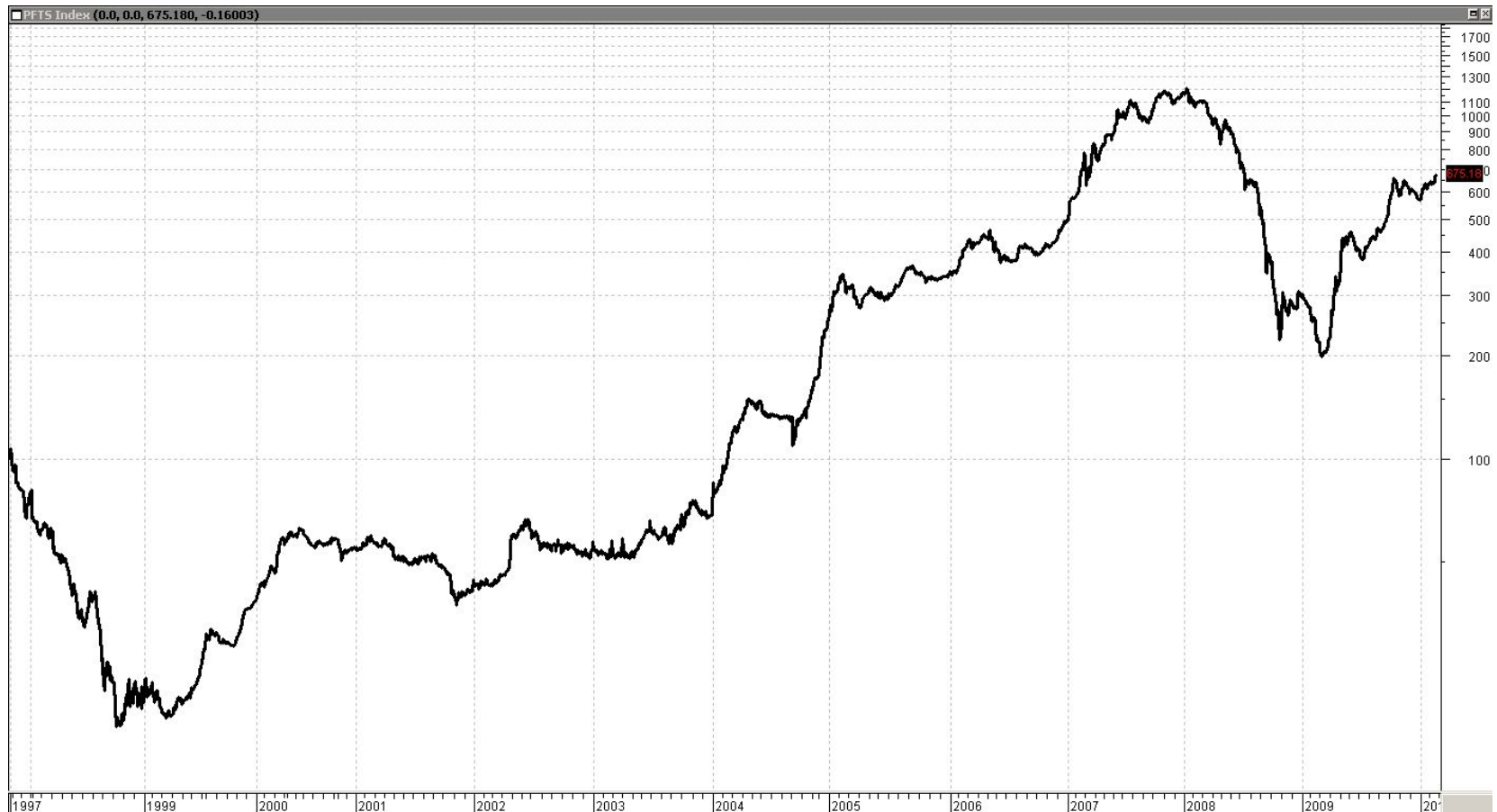
Целый ряд обстоятельств говорит в пользу, как минимум, сдержанных ожиданий на 2010 год:

- 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