

За последние два месяца акции "Норильского никеля" подорожали в цене почти на 40%. В причинах этого роста и дальнейших перспективах ценовой динамики акций разбирался журнал "D"

В начале этого года, когда Владимир Потанин и Михаил Прохоров официально заявили о предстоящем "разводе", каждый из них владел 22% акций "Норильского никеля". Еще 8,1% находились в совместном управлении через холдинг "Интеррос", совладельцами которого являются оба бизнесмена. Паритетное владение акциями – случай в российской практике уникальный. Как правило, есть все-таки какой-то один бесспорно ключевой акционер, за которым остается право принятия всех жизненно важных для компании решений. Несимметричная структура капитала значительно снижает риски возникновения конфликтов: весы в этом случае однозначно склоняются в сторону более тяжелой чаши, в отличие от "Норникеля", где основные акционеры всегда балансировали на грани равновесия. Паритет – это не совсем мир, скорее пакт о ненападении между сторонами. То обстоятельство, что ни Потанин, ни Прохоров не владели блокирующим пакетом акций, служил гарантией от принятия партнерами односторонних решений. Интерросовские 8,1% доводили совместный пакет до контрольного, что обеспечивало "Норникелю" устойчивость к внешним воздействиям.

Поначалу казалось, что процесс внутреннего передела собственности пойдет по мирному сценарию. В частности, Потанин среди прочих активов должен был получить и пакет своего партнера в "Норникеле", а Прохоров – стать владельцем энергетических активов, их планировалось выделить из металлургического бизнеса. Так как обмен неравноценный, то Прохоров должен получить доплату.

Для инвестиционного сообщества Михаил Прохоров – симбиоз французского *enfant terrible* (ужасного ребенка) и латинского *ex machina* (бога из машины).

Причем ровно в этой последовательности и очень близко к лингвистическим формулировкам. Он получил неожиданно широкое паблисити после нашумевшей альпийской истории, до которой о нем – создается такое впечатление – мало кто вообще слышал. В "официальные списки" российских олигархов до этого момента он не входил, в экономической прессе упоминался редко и вскользь. Но не успели СМИ как следует обсудить подробности его пребывания на облюбованном российской элитой горнолыжном курорте, как Прохоров стал персонажем уже не светской, а деловой хроники. И продолжает таковым оставаться за счет затянувшегося процесса раздела активов, совместно им нажитых с Владимиром Потаниным. Главная интрига, как нетрудно догадаться, развернулась вокруг "Норникеля", этого своеобразного "бриллианта короны".

Каждому – по блокпакету

Ситуация долго развивалась без каких-либо намеков на конфликт: в марте Прохоров покинул пост гендиректора ГМК, а в июне был сформирован новый совет директоров,

куда вошли только представители Потанина и ряд независимых управленцев. Дистанция между "Норникелем" и Прохоровым все увеличивалась, Потанин, как казалось, был близок к полному контролю над ГМК.

Однако к середине августа достигнутый баланс интересов был разрушен. В начале месяца на российских площадках началась массированная скупка акций "Норникеля", которую, как считается, инициировал Прохоров. И хотя бизнесмен эту информацию не подтвердил, именно скупленных 3% (стоимостью порядка 1 млрд. долларов) ему не хватало до блокпакета, а стало быть, и до гарантированного возвращения к управлению металлургическим бизнесом. Вскоре после неподтвержденной интервенции группа "Онэксим" (структура Прохорова) потребовала созыва внеочередного общего собрания акционеров ГМК. Оно назначено на 12 октября – тогда будет избран новый совет директоров, куда, как предполагается, войдут помимо самого Прохорова еще четыре представителя "Онэксима".

Понятно, что Потанину в этом положении оставался только симметричный ответ, который был дан в конце сентября, но на сей раз стратегическая скупка уравнивающего трехпроцентного пакета велась через ADR компании. Информация по традиции осталась неподтвержденной.

Если считать эти неподтвержденные, но в целом логичные интервенции делом рук обоих стратегов, то их итогом стало закрепление статус-кво, но только на новом уровне. Снова равновесие и снова столь же неустойчивое, как и раньше. Единственный компромисс, которого сторонам удалось достигнуть к настоящему моменту, выразился в создании нового фонда "КМ Инвест", куда среди прочего вошли и 8,1% акций "Норникеля" – тот самый пакет "Интерроса". Акционеры договорились, что Владимир Потанин выкупит у фонда 100% "Интерроса".

Но и в начале года были твердые и при этом, как выяснилось, ничего не значащие договоренности. Этот новое перемирие не означает окончания конфликта.

Впрочем, на данный момент стратегическая скупка, похоже, исчерпала свой потенциал как драйвер опережающего роста акций "Норникеля". Бумаги близки к целевому уровню, установленному большинством инвесткомпаний. "Если исходить из построений на основе метода DCF, то акции ГМК действительно близки к справедливой цене, – рассказывает Максим Бекенев, портфельный управляющий "Альянс РОСНО Управление активами". – Причем они торгуются с некоторым дисконтом по отношению к акциям аналогичных зарубежных фирм. Это объясняется тем, что "Норникель" не просто частная компания. Государство не позволит какой-либо зарубежной фирме или фонду приобрести значительную долю в этом активе. Если бы не этот сдерживающий фактор, то дисконт был бы устранен".

Дальнейшее увеличение пакетов акций в ГМК не имеет смысла ни для Прохорова, ни для Потанина, ведь собрать контрольный пакет ни одному из них не удастся. Даже если предположить, что на рынке оказалось бы достаточно торгуемых бумаг, то на увеличение своей доли до 50% каждой стороне потребовалось бы с учетом текущей

цены акций более 12,5 млрд. долларов. Свободных средств в таком объеме нет ни у одного из ключевых акционеров. Следовательно, вероятность того, что скупка продолжится, крайне мала. Инвесторам, которые покупали ГМК, пока стратеги разогревали рынок, возможно, следует задуматься о фиксации прибыли. Если вспомнить истории, когда скупка стратегами задирала стоимость акций "Мосэнерго", "Сургутнефтегаза" или "Ростелекома" серьезно выше фундаментально справедливых цен, то аналогию с "Норильским никелем" проводить неуместно. В перечисленных случаях покупатели набирали пакеты до блокирующего (25%) с нуля или наращивали уже существующие до контрольного.

Поэтому замешкавшиеся, которые только собираются покупать акции вслед за "паровозами", рискуют оказаться в проигрышном положении, если не успеют продать бумаги, пока они еще находятся в росте.

Впрочем, в случае с "Норникелем" шанс на чудесное спасение еще сохраняется: его акции все-таки "голубые фишки", эмитент занимает высокую долю рынка цветных металлов в мире, а текущая конъюнктура на сырьевых рынках чрезвычайно благоприятна для него. Следовательно, есть хотя бы теоретическая возможность пересидеть в бумагах возможное снижение и дождаться-таки повышения цены на них. Вопрос в том, когда это повышение произойдет и сколько еще таких ошибавшихся, но раскаявшихся инвесторов решат все же скинуть вновь "подогретые" акции.

Кроме того, цены на никель за последний год показывают высокую волатильность. "Стоимость никеля сильно выросла в первом квартале нынешнего года, до 50 тыс. долларов за тонну, и резко упала к середине года, до 25 тыс. Цены на металл все еще находятся на достаточно низком уровне, поэтому мы не видим причин для их сильного роста в обозримом будущем, – говорит Максим Бекенев. – Полагаю, что период опережающего биржевые индексы роста "Норникеля", основанный как на товарной конъюнктуре, так и на конфликте ключевых акционеров, будет вскоре закончен. Мы ожидаем, что уже в ближайшее время ГМК будет выглядеть хуже рынка". С этим мнением согласны и аналитики "Атона", которые также прогнозируют снижение цены на никель ближе к концу года и говорят о том, что на этом фоне можно будет ожидать и падения котировок акций ГМК.

Что касается другого значительного актива бизнесменов – "Полюса Золото", то структура собственности до недавнего времени была аналогичной "Норникелю": по 22% каждому бизнесмену и 8,1% принадлежит "Интерросу". Однако по рынку уже давно циркулирует информация о продаже "Полюса Золото" компании "Алроса", и по стоимости акций золотодобывающей компании не заметно, чтобы их кто-то энергично скупал.

Непрофильная энергетика

А вот с энергетическими активами "Норильского никеля" все будет продолжаться согласно первоначальному плану. Решение о целесообразности выделения непрофильных энергоактивов было принято советом директоров компании еще 15 мая, а

внеочередное собрание акционеров, на котором будет обсуждаться этот вопрос, состоится 14 декабря. Реорганизация предусматривает распределение акций выделяемой компании между акционерами на пропорциональной основе. То есть создание энергетического бизнеса будет идти по той же схеме, что и выделение "Полюса Золото" в 2005–2006 годах. Это означает, что акционеры "Норникеля" пропорционально своей доле получают акции новой энергокомпании – "Энерго Полюса", которая проведет листинг в РТС и на ММВБ. Руководство ГМК планирует осуществить листинг акций "Энерго Полюса" до мая 2008 года.

Акционеры, проголосовавшие против выделения, смогут продать акции по цене 5300 рублей за штуку. Впрочем, перспективы выделяемой компании неплохие, и вряд ли среди миноритариев окажется много желающих получить за свои бумаги меньше их текущей рыночной цены.

Капитализация будущего "Энерго Полюса", по словам Дениса Морозова, генерального директора ГМК, составит около 7 млрд. долларов. Однако если вследствие раздела активов между ключевыми акционерами ГМК металлургия все же отойдет Потанину, а энергетика Прохорову, то капитализация "Энерго Полюса" может вырасти до существенно больших уровней. Аналитики полагают, что при таком развитии событий Прохоров получит доплату за пакет "Норильского никеля" и она будет направлена на дальнейшее развитие энергетического бизнеса, стоимость которого имеет все шансы быстро достигнуть 10 млрд. долларов. Инвесторы могут рассматривать выделение "Энерго Полюса" как возможность стать акционерами перспективного бизнеса, способного принести им ощутимую дополнительную прибыль. Аналитик ИК "Финам" Семен Бирг считает, что при текущей капитализации "Энерго Полюса" в 7 млрд. долларов справедливая стоимость активов составляет 9,2 млрд. долларов.

В "Энерго Полюс" помимо ОГК-3, где "Норникель" владеет более 65% акций, войдут 27,8% ТГК-14 и 7,37% ТГК-1, крупные пакеты магистральных и распределительных сетей, а также энергосбытовых компаний Красноярского края и Мурманской области. Также на балансе "Норникеля" находятся по 24,8% Кольской энергосбытовой компании, "Колэнерго" и Кольских магистральных сетей, более 25% "Красноярскэнергосбыта", Красноярских магистральных сетей, "Красноярскэнерго", 25,5% холдинга "Тываэнерго" и 3% РАО ЕЭС. Все перечисленные активы рассматриваются как кандидаты на выделение, однако точный их перечень станет известен лишь 14 ноября, за месяц до внеочередного собрания акционеров.

Дата формирования реестра акционеров (отсечка) "Норильского никеля", которые получают акции "Энерго Полюса", пока не известна. По всей видимости, она будет значиться между 14 ноября и 14 декабря. Доля энергетика в "Норникеле" составляет около 14% капитализации. В день выделения "Энерго Полюса" акции металлургического комбината должны потерять в стоимости примерно столько же.

Спокойствие как форма прибыли

Мощный "бычий" тренд последних месяцев – с начала года котировки ГМК прибавили

более 65% – может закончиться очень скоро. Но, абстрагировавшись от беспокойного для компании 2007 года, стоит отметить: за 2006 стоимость акций поднялась на 70%. В 2005 году динамика была схожей, хотя и несколько скромнее – порядка 60%. Однако предсказать дальнейшее развитие событий ни один из аналитиков сейчас не берется. Мнения инвесткомпаний разделились примерно в пропорции 50/50: половина считает, что бумаги следует "держаться", другая половина видит смысл в дальнейших покупках. Здесь, как и в "Норникеле", наблюдается шаткий паритет.

При этом внимательными следует быть и пайщикам "металлических" фондов, которые в последние месяцы показывали прекрасную доходность даже на фоне стагнации всего рынка. Вероятное снижение акций "Норникеля" отразится и на стоимости паев. Ведь, скорее всего, такие фонды имеют в портфелях по 15% бумаг ГМК – максимально допустимое количество акций одного эмитента.

Александр Зубанов