

# Российские акции, март 2010: Рост еще не закончился

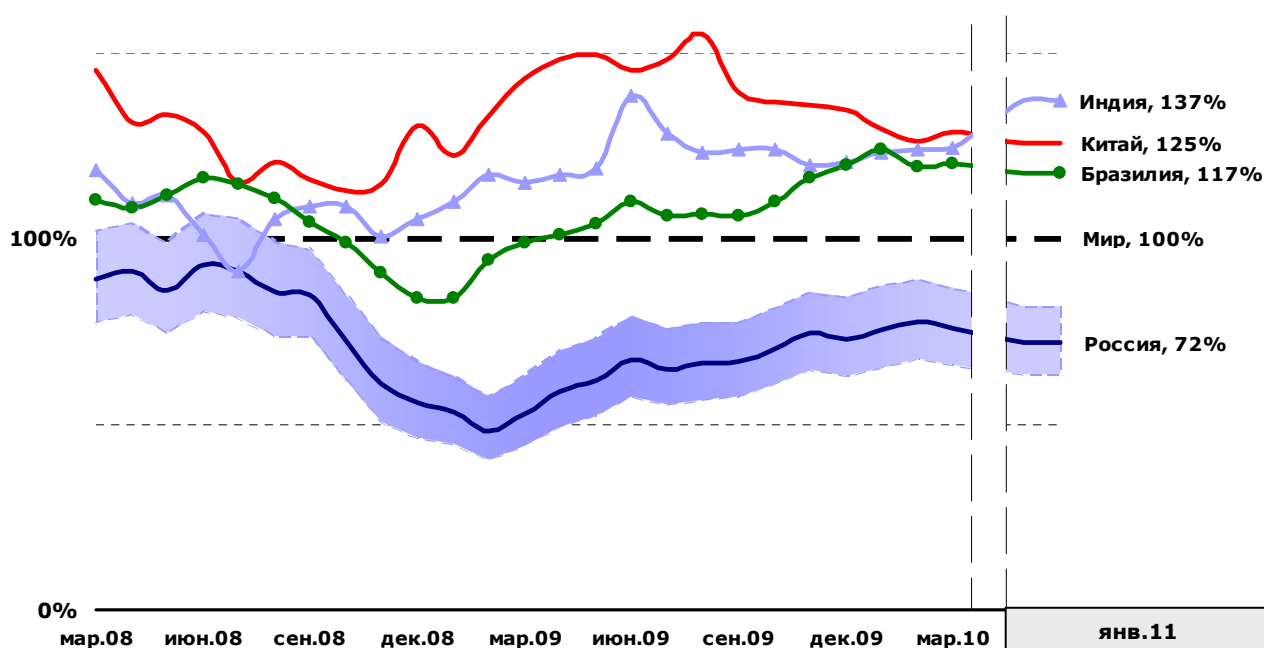
**Аналитик: Николай Осадчий**  
osadchiy@sovlink.ru

Российский фондовый рынок существенно вырос за последние месяцы. Тем не менее, он по-прежнему отстает от рынков других стран по оценке капитализации. Это отставание наблюдается практически в каждом из секторов, и говорит о том, что инвесторы все еще закладывают в стоимость российского капитала значительный рисковый дисконт. Величина дисконта в различных секторах по нашим расчетам составляет от 0 до 60%.

Средний дисконт за российские акции составляет сегодня 28%. Учитывая, что в начале прошлого года он превышал 50%, это существенное достижение, но его определенно можно улучшить. Прежде такое отставание существовало в 2004-2005 годах, тогда как впоследствии дисконт либо отсутствовал вовсе, либо находился в пределах 10-15%. Такой уровень недооценки вполне соответствует рискам ведения бизнеса в России и покупки российских акций. Не стоит ждать, что дисконт исчезнет полностью, как это было в 2006 году, когда на местном рынке появились признаки пузыря. Однако возможность роста капитализации компаний на 15-20% по отношению к зарубежным аналогам вполне реальна при любой конъюнктуре внешних рынков.

Наибольший дисконт сохраняется в таких секторах как строительство (60%), машиностроение (51%) и продовольственные товары (48%). Рост этих секторов наиболее обоснован с точки зрения фундаментальных показателей, но в то же время здесь сосредоточены наибольшие риски для инвестиций. В свою очередь, в добывающей промышленности и секторе связи дисконт минимален — 7-20%. Риски для капитала здесь не столь значительны (небольшая разница по стоимости с зарубежными аналогами). Но и эта разница может быть уменьшена при условии снижения суверенных рисков.

**Премия/дисконт за инвестиции в акции\* по странам (среднемировой уровень = 100%)**



Источник: расчеты «Совлинк»

\* Оценка премии рассчитана как средневзвешенное отклонение ключевых финансовых мультипликаторов компаний относительно соответствующих общемировых среднеотраслевых значений. Синим фоном обозначены границы 95% доверительного интервала.

### Постановка задачи

Сравнительный анализ акций российских и зарубежных компаний позволяет оценить воздействие кризиса на стоимость различных активов, и в том числе, ответить на ряд важных вопросов.

- Какие страны и отрасли привлекают наибольший интерес инвесторов в настоящий момент.
- Как изменились предпочтения инвесторов за последнее время, и как они соотносятся с докризисной ситуацией.
- Какие категории акций на рынке по-прежнему недооценены и имеют наибольший потенциал роста.

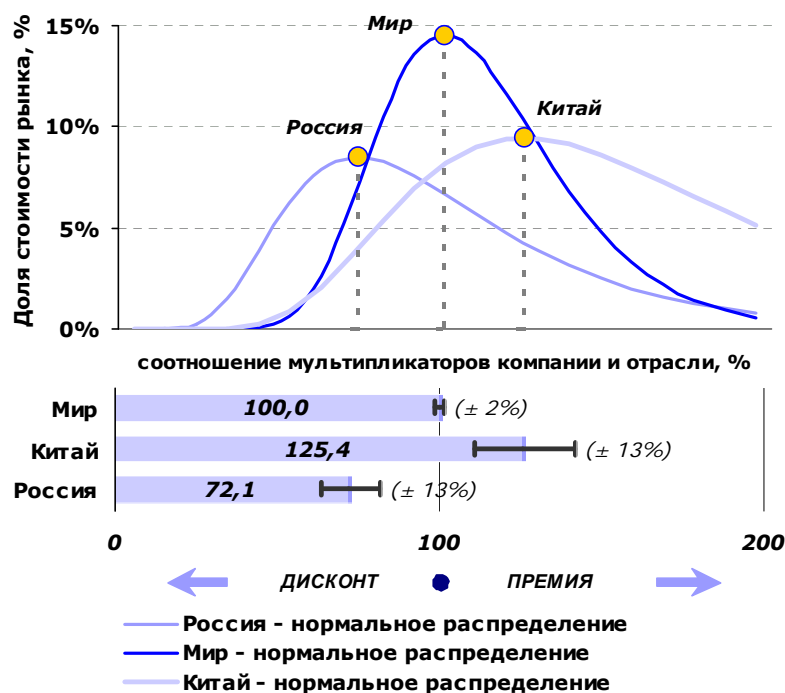
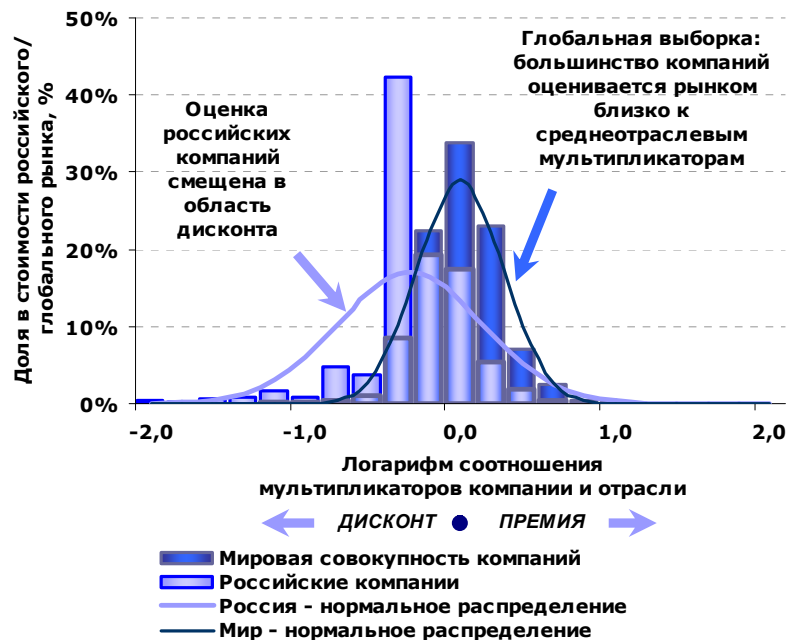
Далее мы постарались изложить наши ответы на поставленные вопросы, а в конце приводим ссылки на ключевые предпосылки методики проведенного исследования.

Употребляемые в тексте термины «**премия**» и «**дисконт**» соответствуют переоценке или недооценке активов относительно мировых аналогов в соответствующей им отрасли. Среднемировой уровень принимается за 100%. Группируя оценки, полученные для компаний из разных отраслей, мы получаем оценки для секторов и стран.

Мы также рассчитали погрешность для полученных нами средних величин. На графиках она отображена 95% доверительным интервалом, то есть диапазоном, в котором находится указанное значение с вероятностью 95%. Верхняя граница этого диапазона приводится в скобках.

Наибольший интерес для сравнения представляют прогнозные значения, полученные аналитиками на конец 2010 года. Поэтому большинство приводимых далее значений соответствует дате 01.01.2011.

**Схема расчета премии/дисконта на примере российских компаний и глобальной выборки; аппроксимация нормальным распределением иллюстрирует величину дисперсии оценок**

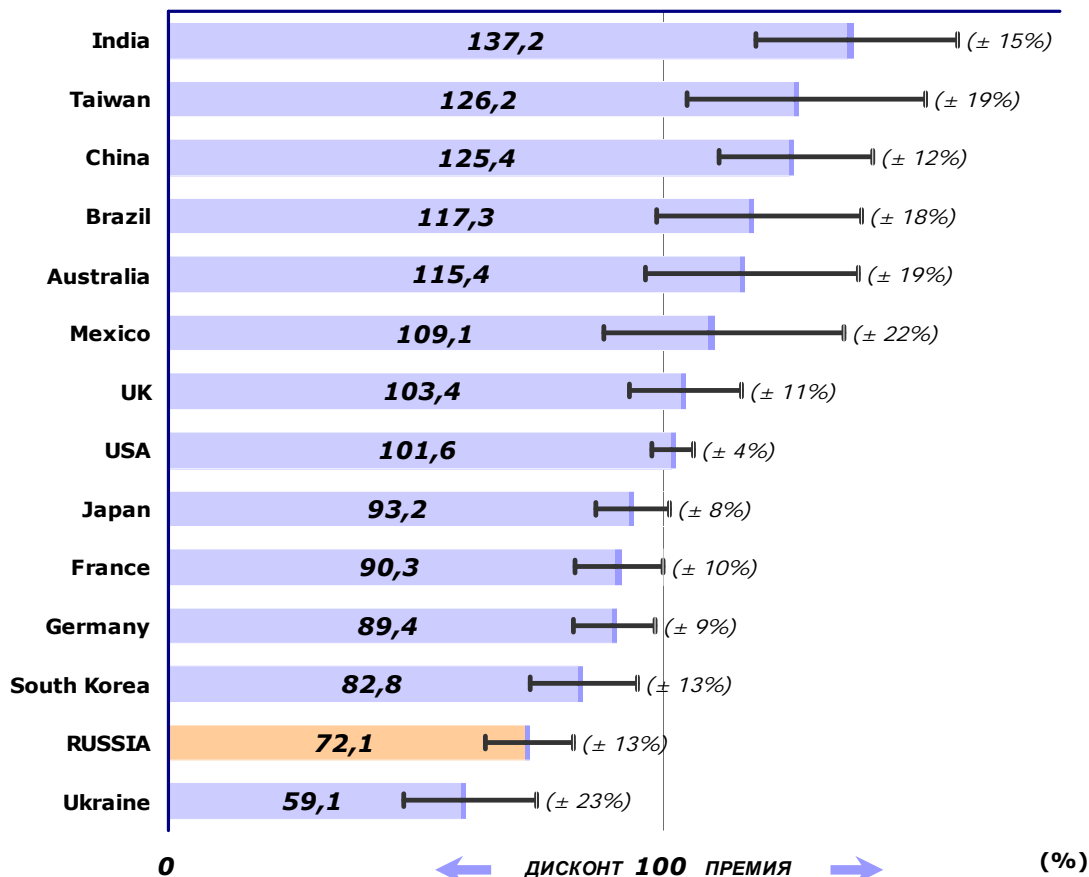


Источник: расчеты «Совлинк»

Первый график иллюстрирует распределение суммарной справедливой стоимости компаний в зависимости от переоценки/недооценки. Смещение относительно паритета с отраслью (0) на 1 пункт соответствует премии/дисконту в  $\exp(1) = 2,71$  раза. На втором графике та же гистограмма построена в линейном масштабе. В скобках указаны границы доверительного интервала с вероятностью 95%.

- Стоимость большей части российских компаний оценена с дисконтом от 0 до 30%.
- Стоимость большей части китайских компаний оценена с премией от 0 до 30%.

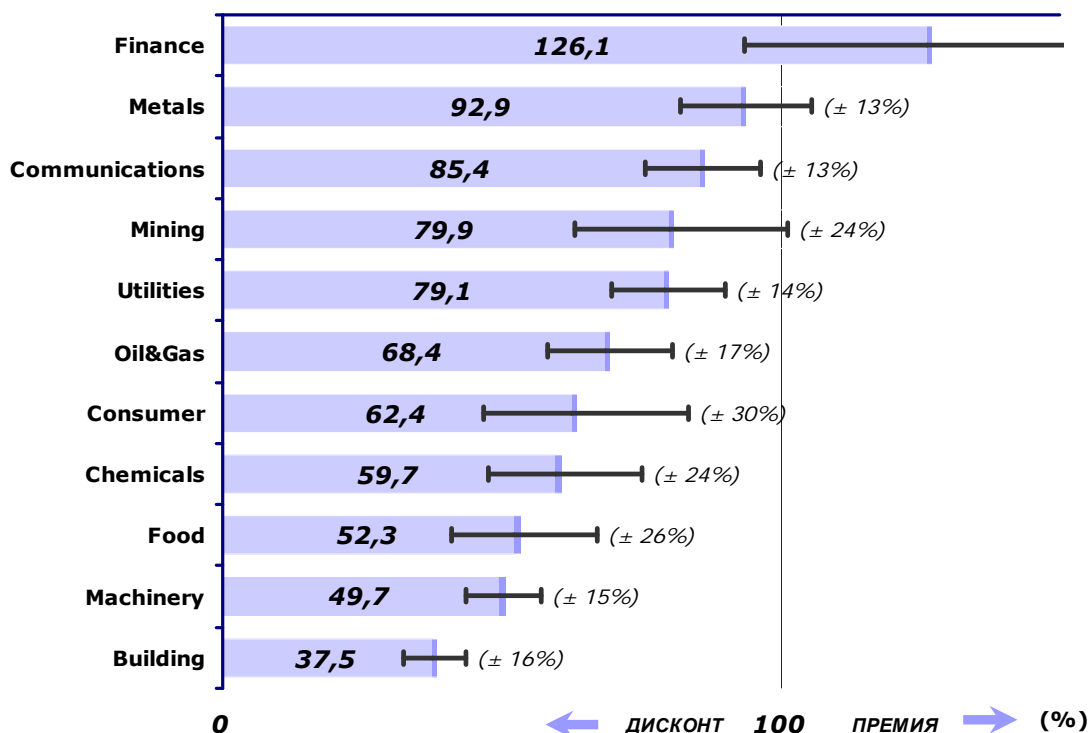
**Премия за инвестиции в акции по странам**



Среднемировой уровень принят за 100%. В скобках дана верхняя граница 95% доверительного интервала.  
Источник: расчеты «Совлинк»

- Лидерство по привлекательности для инвесторов прочно занимают Индия, Тайвань и Китай (включая Гонконг). Премия за этот регион составляет более 20% относительно среднемировых значений. В последнее время к ним быстро приближается Бразилия.
- Россия и Украина находятся на противоположном полюсе с дисконтом в 28% и 40%. Такое отставание является следствием высоких рисков бизнес-деятельности в экономиках этих стран.
- Разрыв между лидерами и отстающими постепенно сокращается. На Индийском фондовом рынке существует некоторая опасность образования «пузыря», однако китайский рынок похоже успешно избежал перегрева.
- Российские акции постепенно растут в цене, их риски снижаются, но этот процесс идет достаточно медленно, и будет продолжаться дальше. Их по-прежнему не рассматривают как однозначную замену индийским или китайским ценным бумагам, несмотря на существование прочных торговых отношений с лидирующими странами. Возможно на это можно рассчитывать в дальнейшем.

**Премия за инвестиции в российские акции по секторам**



Среднемировой уровень принят за 100%. В скобках дана верхняя граница 95% доверительного интервала.  
Источник: расчеты «Совлинк»

- Наибольший дисконт сохраняется в таких секторах как строительство (62%), машиностроение (50%) и продовольственные товары (48%). Рост этих секторов наиболее обоснован с точки зрения фундаментальных показателей, но в то же время здесь сосредоточены наибольшие риски для инвестиций. Эти риски оцениваются намного выше, чем в докризисный период, поэтому по мере восстановления экономики этот сектор будет расти быстрее остальных.
- В добывающей промышленности (кроме нефти и газа) и металлургии дисконт минимален — 7-20%, и уже близок к докризисным значениям. Риски для капитала здесь не столь значительны (небольшая разница по стоимости с зарубежными аналогами). Но и эта разница может быть уменьшена при условии снижения суверенных рисков.
- Дисконт за акции компаний сектора связи также невелик (15%), однако здесь еще есть большой резерв роста до докризисных значений, когда существовала премия в 5%.
- Российские финансовые компании торгуются с премией в 26%. Это относится прежде всего к акциям Сбербанка и ВТБ. Однако, учитывая проблемность данного сектора в глобальном масштабе, полученные оценки имеют наибольшую погрешность.

### Премия за инвестиции в российские акции по эшелонам

Одним из ключевых факторов, влияющих на оценку акций является включение в состав общепризнанных индексов и биржевых списков. Это обстоятельство существенно для международного капитала и сказывается на оценке рисков. При близких результатах деятельности стоимость компании, входящей в состав индекса РТС и компании из листинга РТС-Board может различаться 2 раза. Чтобы понять, как влияет отличие в ликвидности и известности инструментов на рынке на их стоимость, мы выделили несколько классов (эшелонов) ценных бумаг.

1. Акции, включенные в состав индекса ММВБ-10 («голубые фишки»).
2. Акции, включенные в состав индексы MSCI Russia.
3. Акции, включенные в состав индекса РТС.
4. Акции, включенные в состав индекса РТС-2.
5. Акции, включенные в состав котировального списка РТС-Standard.
6. Акции, включенные в состав котировального списка РТС-Board.

Причем каждая следующая категория исключает акции из предыдущих. Мы также исключили из рассмотрения отдельные инструменты, критически влияющие на погрешность оценок. Такое возможно, например, если компания слишком сложна для сравнения с аналогами («Газпром») или это компании финансового сектора.

#### Состав компаний в классах

№	Класс 1	Класс 2	Класс 3
	"Голубые фишки" (Индекс ММВБ 10)	Компании, включенные в индекс MSCI Russia	Компании, включенные в индекс РТС
1	"ЛУКОЙЛ"	"Полюс Золото"	ИНТЕР РАО ЕЭС
2	"Норильский никель"	"Татнефть"	"Уралсвязьинформ"
3	"НК "Роснефть"	"ФСК ЕЭС"	"Сильвинит"
4	"Сургутнефтегаз"	"Мечел"	"ММК"
5	"Уралкалий"	"МТС"	"ВолгаТелеком"
6	"ГидроОГК"	"НЛМК"	"АВТОВАЗ"
7		"Полиметалл"	"ОГК-3"
8		"Северсталь"	"Мосэнерго"
9		АФК "СИСТЕМА"	ОПИН
10		"Газпром нефть"	Компания М. Видео
11		"Вимм-Билль-Данн"	"Сибирьтелеком"
12		"КОМСТАР – ОТС"	"АНК "Башнефть"
13		"ВымпелКом"	"ОГК-2"
14		"ТМК"	"Акрон"
15		"Ростелеком"	"Аэрофлот"
16			"ОГК-4"
17			"Магнит"
18			"НМТП"
19			"Распадская"
20			" ВСМПО-АВИСМА"
21			"Уфанефтехим"
22			"Северо-Западный Телеком"
23			"ЦентрТелеком"
24			"Северсталь-авто"
25			"Холдинг МРСК"
<b>Всего:</b>	<b>6 компаний</b>	<b>15 компаний</b>	<b>25 компаний</b>
Из их состава исключены:			
№	Класс 1	Класс 2	Класс 3
1	"Газпром"	"АК "Транснефть"	
2	"Внешторгбанк"	"НОВАТЭК"	
3	"Сбербанк России"		

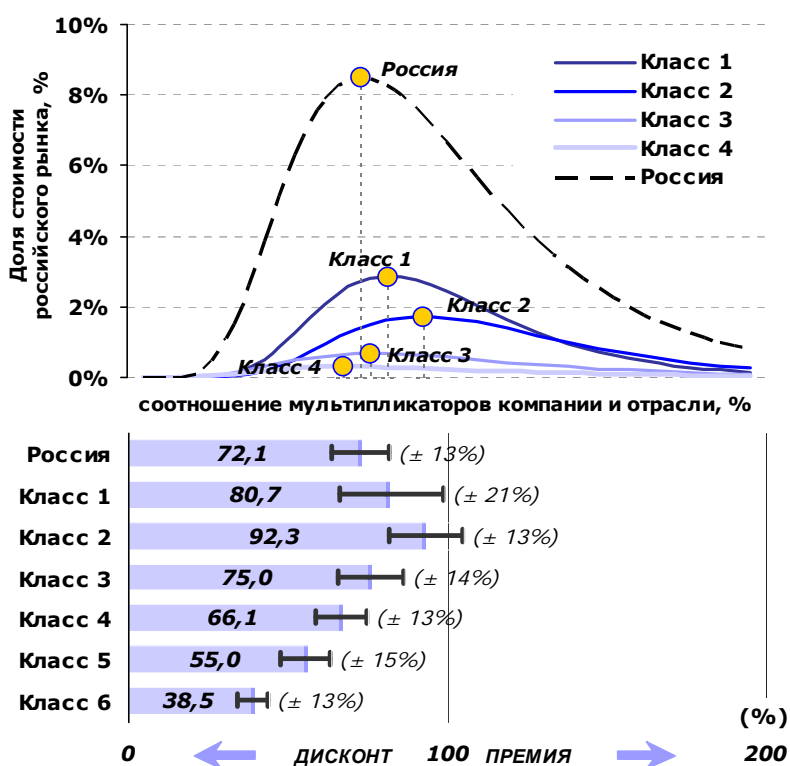
Источник: ММВБ, MSCI, РТС

### Состав компаний в эшелонах (продолжение)

№	Класс 4 Компании, включенные в индекс РТС-2	Класс 5 Компании, включенные в реестр РТС-Standard	Класс 6 Компании, включенные в РТС-Board
Всего:	33 компании	107 компаний	333 компании
Из их состава исключены:			
Все компании финансового сектора			

Источник: ММББ, MSCI, РТС

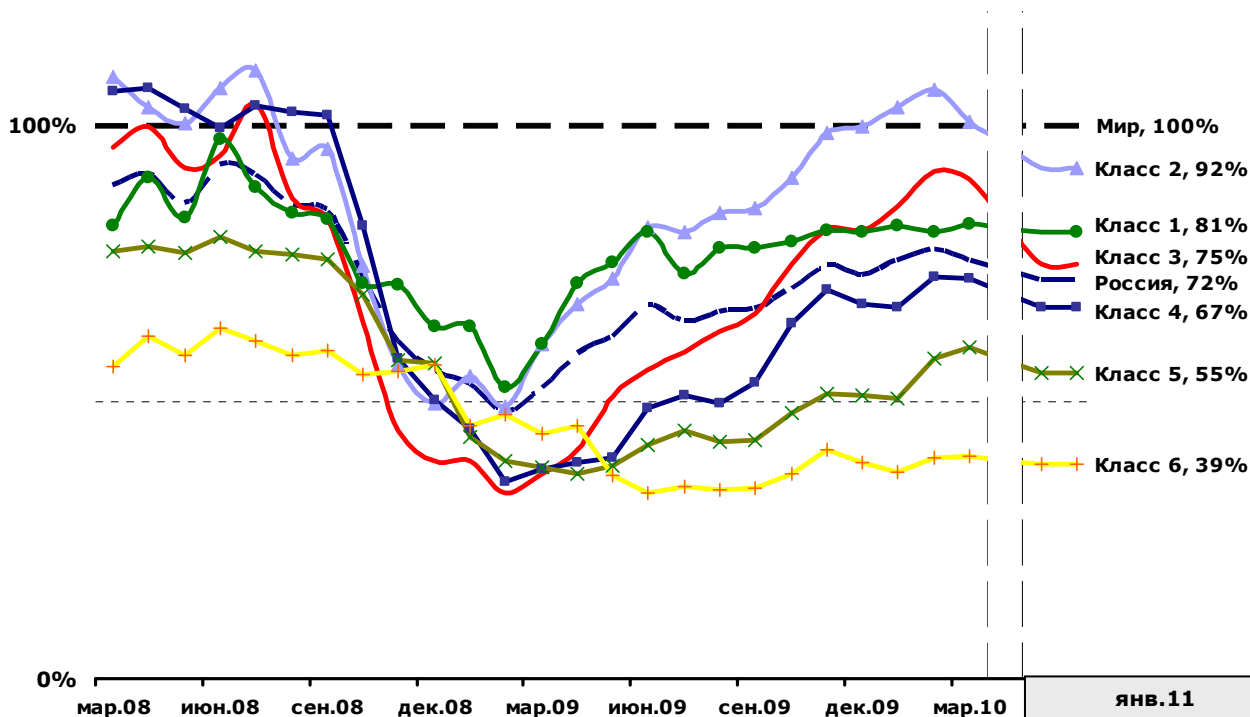
### Структура дисконта по классам российских акций



Источник: расчеты «Совлинк»

- Степень доступности акций для международного капитала напрямую влияет на их оценку. Компании из индекса MSCI-Russia оцениваются рынком более чем в 2 раза дороже, чем компании из состава РТС-Board (при равных финансовых результатах).
- Компании из состава индексов ММББ-10 и MSCI-Russia оценены близко к их справедливой стоимости, соответствующей зарубежным аналогам. При этом оценка компаний ММББ-10 немного ниже за счет доминирования нефтегазового сектора, а погрешность выше из-за малого объема выборки.

### Премия за инвестиции в российские акции по классам ликвидности



Источник: расчеты «Совлинк»

- В каждом из эшелонов оценка на последнюю дату уступает докризисным уровням. Оценки компаний из индекса MSCI-Russia предполагают наименьший дисконт за риск, и потенциал их «догоняющего» роста уже практически исчерпан. В дальнейшем можно ожидать, что этот сектор будет следовать за мировой конъюнктурой.
- То же справедливо в отношении компаний из ММВБ-10: их оценка еще предполагает дисконт к зарубежным игрокам, но в целом она достигла докризисного уровня и скорее всего на этом остановится.
- Наибольший потенциал сегодня представляют остальные акции из индексов РТС и РТС2 (не учитываемые MSCI). До кризиса их совокупная оценка смогла достичь паритета с зарубежными аналогами, и нет оснований говорить, что она к нему не вернется. Это подразумевает ликвидацию нынешнего дисконта в 25-33%.
- Наибольший долгосрочный потенциал роста содержится в остальных акциях из списков РТС-Standard и РТС-Board. Однако, этот потенциал не был реализован даже до кризиса. Учитывая фактор низкой ликвидности этого сектора, инвестиции сюда следует рассматривать в расчете на долгий возврат средств.

Таким образом, у российского рынка еще сохраняются шансы на рост, почвой для которого служит нынешнее отставание как от среднемировых отраслевых величин, так и от значений стран-лидеров из развивающейся группы. Чтобы это отставание успешно ликвидировать, необходимо прежде всего поддержание стабильных условий для деятельности бизнеса в стране, что снизит риски для притока зарубежного капитала в экономику. Это позволит увеличить капитализацию компаний во всех эшелонах фондового рынка, поскольку в каждом из них до сих пор присутствует существенный дисконт за фактор риска.

### Пояснения к методике

Мы используем мультипликативный анализ для оценки отклонения стоимости активов от текущих среднерыночных значений, а также отслеживания динамики этих отклонений, чтобы выделять ключевые тенденции и строить прогноз как по рынку в целом, так и по его отдельным сегментам. Среди различных способов оценки справедливых рыночных цен мультипликативный анализ наиболее подходит для оценки конъюнктурных колебаний в условиях экономической нестабильности.

Базой для проведенных межстрановых и межотраслевых сопоставлений послужили финансовые мультипликаторы 1971 компаний, включая 533 российские. В качестве мультипликаторов использованы показатели: P/S («Капитализация к выручке»), P/E («Капитализация к прибыли»), P/BV («Капитализация к собственному капиталу») и EV/EBITDA («Экономическая стоимость предприятия к прибыли до вычета налогов, процентных платежей и амортизации»). Эти коэффициенты выбраны, поскольку их расчет легко производится для большинства компаний и позволяет, применяя разные веса, оценивать представителей разных отраслей.

#### Основные этапы расчетов:

1. Расчет индивидуальных мультипликаторов для компаний.
2. Расчет взвешенных среднегеометрических значений мультипликаторов для отраслей и стран; исключение нерепрезентативных показателей.
3. Расчет логарифма отклонения мультипликаторов компаний относительно среднеотраслевых значений.
4. Группировка относительных отклонений по странам, а также блокам отраслей, расчет среднегрупповых отклонений.
5. Расчет погрешности и доверительных интервалов.

Чтобы повысить точность оценки в сравнительной модели, мы постарались добиться максимальной достоверности исходной информации и основывались на следующих допущениях.

- Показатели годовой отчетности линейно интерполируются в межпериодные промежутки времени, позволяя учитывать динамику развития компаний.
- Учтены различия в датах предоставления отчетности.
- Для крупных компаний используются аналитические консенсус-прогнозы показателей отчетности на будущий период, которые затем экстраполируются на остальные предприятия в своей отрасли.
- При мультипликативной оценке используются только адекватные значения коэффициентов. Для каждой отрасли применяются особые веса показателей, наиболее достоверно характеризующие распределение капитализации в каждый момент времени.
- Погрешность каждого группового показателя прямо пропорциональна дисперсии оценок и обратно пропорциональна количеству наблюдений. Поскольку мы опирались на взвешенные по реальным показателям оценки, эффективное количество компаний оказывалось меньшим, чем номинальное, и рассчитывалось как величина, обратная коэффициенту отраслевой концентрации Герфиндаля-Хиршмана.
- Финансовые компании вносят наиболее существенный вклад в погрешность оценок, и потому исключены из анализа страновых показателей.

При расчете погрешности мы не учитывали ошибку аналитических консенсус-прогнозов показателей отчетности компаний, а также фактор волатильности рынков различных регионов, сказывающийся на точности котировок.

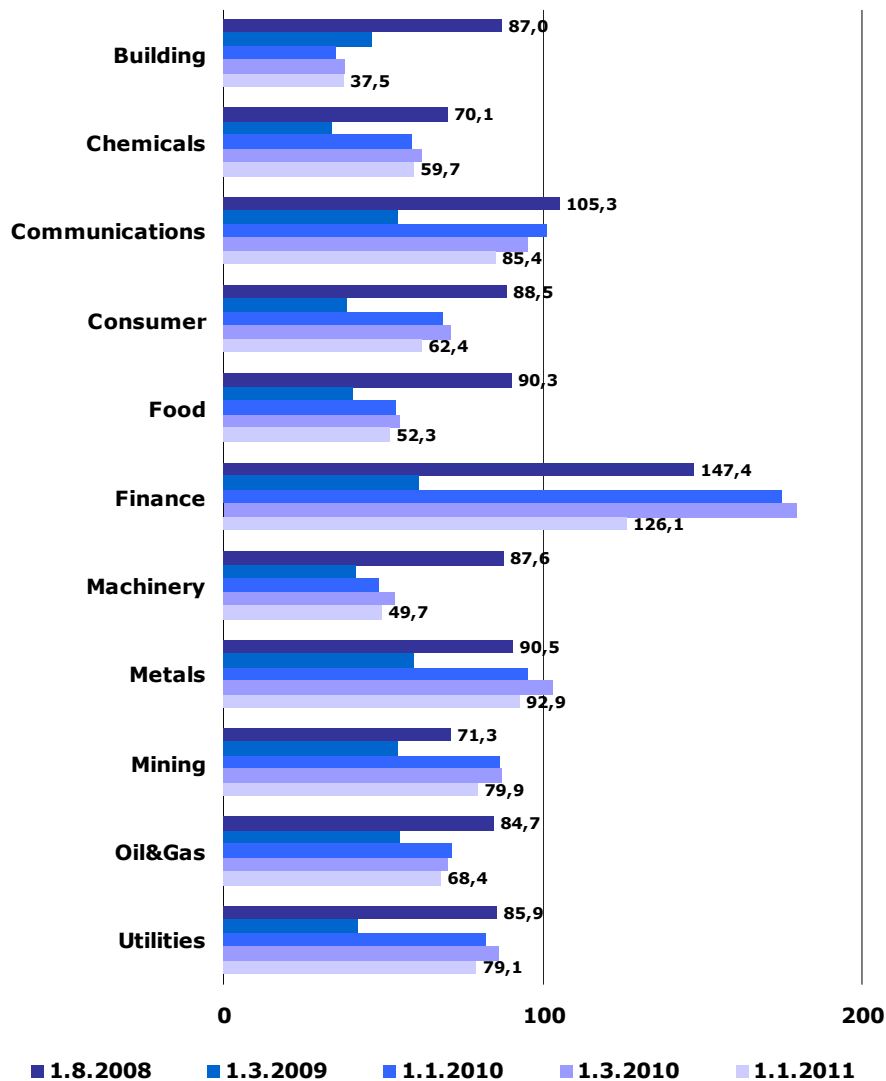


SOVLINK

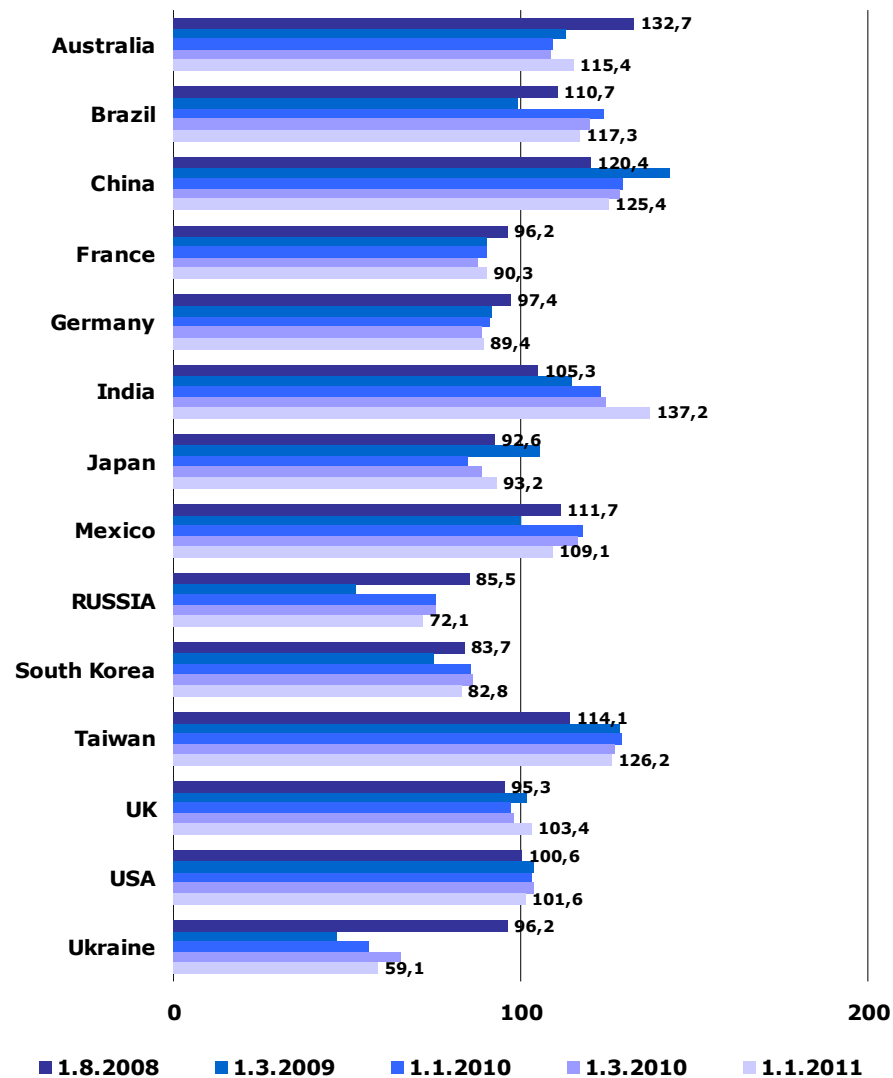
YOUR FIRST CALL - FOR THE SECOND TIER

16 марта 2010

### Оценка российских компаний по секторам, % от среднемирового уровня (\*)



### Оценка зарубежных компаний, % от среднемирового уровня в каждом из секторов (\*)



Источник: оценки ООО «Совлинк»

\* Значения с 01.01.2010 по 01.01.2011 основаны на текущей капитализации и консенсус-прогнозах аналитиков для компаний в соответствующих секторах и странах.

## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

## ООО СОВЛИНК

**Тел.: +7 495 967 1300**  
**Факс: + 7 495 967 1311**

**Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,  
Москва 119019, Россия**  
**[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)**  
**[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)**

©2010г., ООО "СОВЛИНК". Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация ("Информация") не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО "СОВЛИНК" или иных согласованных с ООО "СОВЛИНК" лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО "СОВЛИНК" по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких-либо действий по осуществлению инвестиций. ООО "СОВЛИНК" не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО "СОВЛИНК" могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упомянутым в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упомянутых в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО "СОВЛИНК" не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО "СОВЛИНК" не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО "СОВЛИНК" будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.