

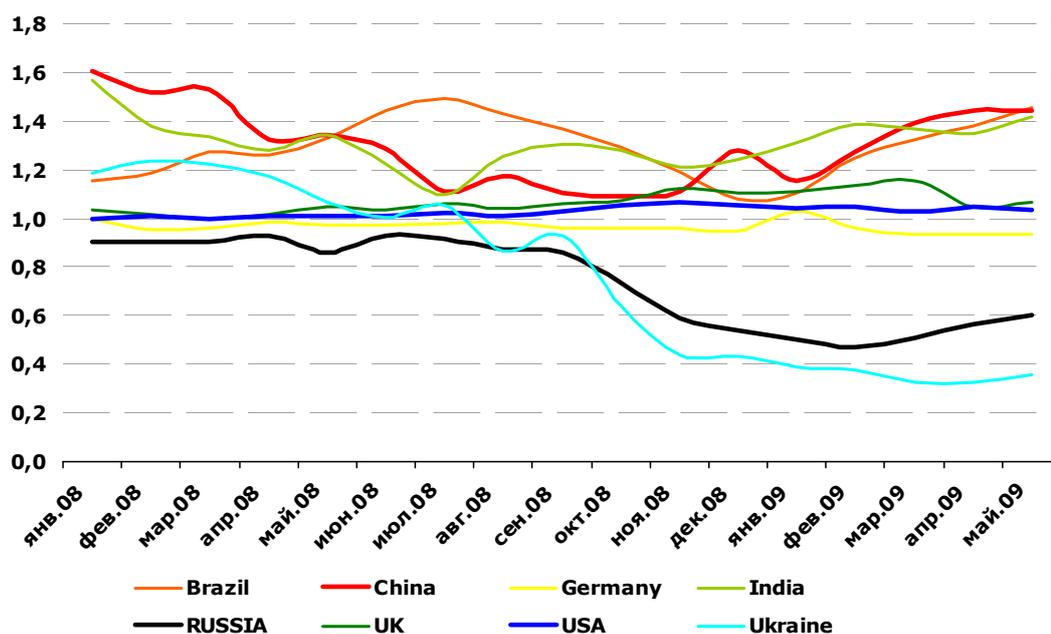
Сценарий развития российского фондового рынка в 2009-2010 годы

**RESEARCH
NOTE**

Аналитик: Николай Осадчий
osadchiy@sovlink.ru

Российский фондовый рынок оказался в числе наиболее пострадавших вследствие мирового финансового кризиса, начавшегося в 2008 году. Более чем трехкратная просадка индекса РТС стала прямым следствием оттока зарубежного портфельного капитала и спровоцированных этим проблем в банковской системе. Очевидно, что масштаб проблем, с которыми столкнулись инвесторы, лежит за гранью возможностей национальных регуляторов, и на данный момент элементарно не существует способа спрогнозировать, когда эти проблемы будут разрешены. В случае России их успешное разрешение можно сформулировать как последовательное выполнение трех условий: (1) восстановление системы кредитования и обращения ликвидности между предприятиями; (2) возобновление притока капитала инвесторов на российский фондовый рынок и (3) завершение рецессии в глобальной экономике. До тех пор, пока эти условия не выполняются, нельзя рассчитывать на оценку рыночных активов по их справедливой стоимости.

**Премия за инвестиции в акции* по странам
(среднемировой уровень = 1)**



Источник: оценки ООО «СОВЛИНК»

* Оценка премии для страны рассчитана как средневзвешенное отклонение ключевых финансовых мультипликаторов компаний относительно соответствующих им отраслей.

Рассмотрим подробнее эти условия.

1. Система платежей, которая в докризисный период была во многом завязана на краткосрочные кредиты, может быть восстановлена только вместе с доверием в производственной и банковской сфере. Этот процесс может растянуться на 2009 и 2010 годы, однако очевидно, что его последствия могут быть смягчены активной денежной политикой властей, которая проводится с начала года. Есть свидетельства работы механизма рефинансирования взятых компаниями кредитов, что указывает на потенциальную разрешимость сложной ситуации с задолженностью, а следовательно, на то, что худшее уже позади. С другой стороны, пока еще многие компании не исчерпали запасов, накопленных в докризисный период, и если в среднесрочной перспективе не

наступит улучшение конъюнктуры на товарных рынках, большое число предприятий ожидает банкротство.

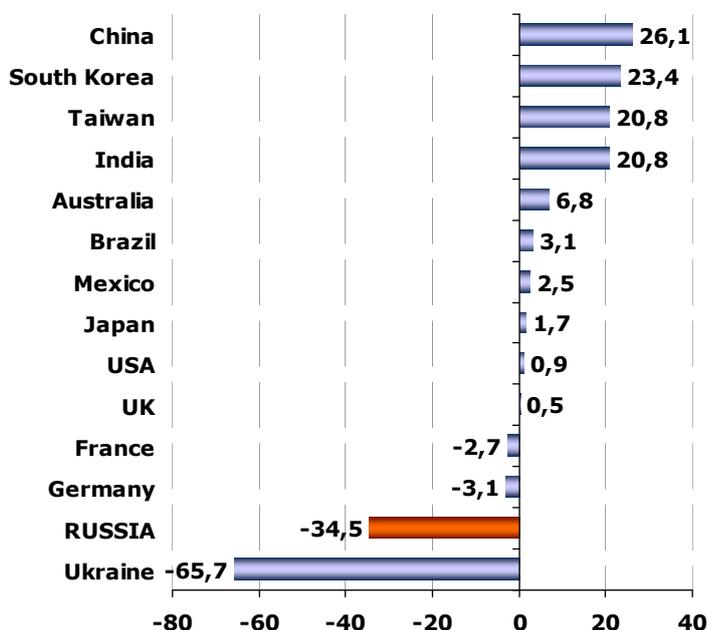
2. В течение осени 2008 года российский рынок стал одним из лидеров по темпам снижения удельной капитализации, приходящейся на долю доходов и капитала компаний. Вывод средств инвесторов в более надежные инструменты был связан, прежде всего, с неопределенностью относительно дальнейших перспектив и паникой. Однако по этой же причине можно рассчитывать на обратное движение портфельных вложений в настоящий момент, по мере появления четкости картины дальнейшего развития и стабилизации ситуации. Уже очевидно, что положение зарубежных производителей не лучше, а часто — хуже, чем у их российских конкурентов. Это весомый аргумент в пользу перераспределения инвестиций в пользу более надежных и рентабельных российских активов, который можно использовать при условии решения проблем с кредитными ресурсами.

3. Наконец, постепенный выход мировой экономики из рецессии следует считать наиболее долгосрочным фактором восстановления роста на фондовых рынках, который начнет действовать не ранее 2010 года. Однако именно он будет способствовать наиболее быстрому росту капитализации впоследствии, поскольку будет сопровождаться интересом к законсервированным на время сырьевым активам, и в частности тем, которые расположены в России.

Оценивая перспективы роста фондового рынка, нужно учитывать прежде всего первые два фактора, действие которых растянется на этот и на 2010 годы. Разрешение проблемы взаимных неплатежей и формирование привлекательных условий для внешних инвестиций — задачи, которые лежат в плоскости реальных возможностей для России, а значит, несут в себе основной потенциал роста.

Чтобы представить этот потенциал, необходимо дать оценку потерь, которые понес наш рынок на первой стадии кризиса относительно рынков других стран. Если до начала кризиса (на начало июля прошлого года) **средняя российская нефинансовая компания оценивалась примерно на 10% дешевле среднестатистического конкурента в своей отрасли**, то к началу 2009 года дисконт достигал уже в среднем 50%. При этом отток средств из бумаг российских эмитентов сопровождался их инвестированием в более надежные инструменты, и, в том числе, в акции зарубежных производителей. К их числу следует отнести компании из других развивающихся стран, таких как Индия и Китай, которые также пострадали от кризиса, однако в значительно меньшей мере, нежели Россия, а затем раньше начали восстановление капитализации.

Изменение средней премии за акции компаний с июля 2008 года по 14.4.2009, % (докризисный уровень =100%)



Так, если в докризисный период бумаги китайских производителей

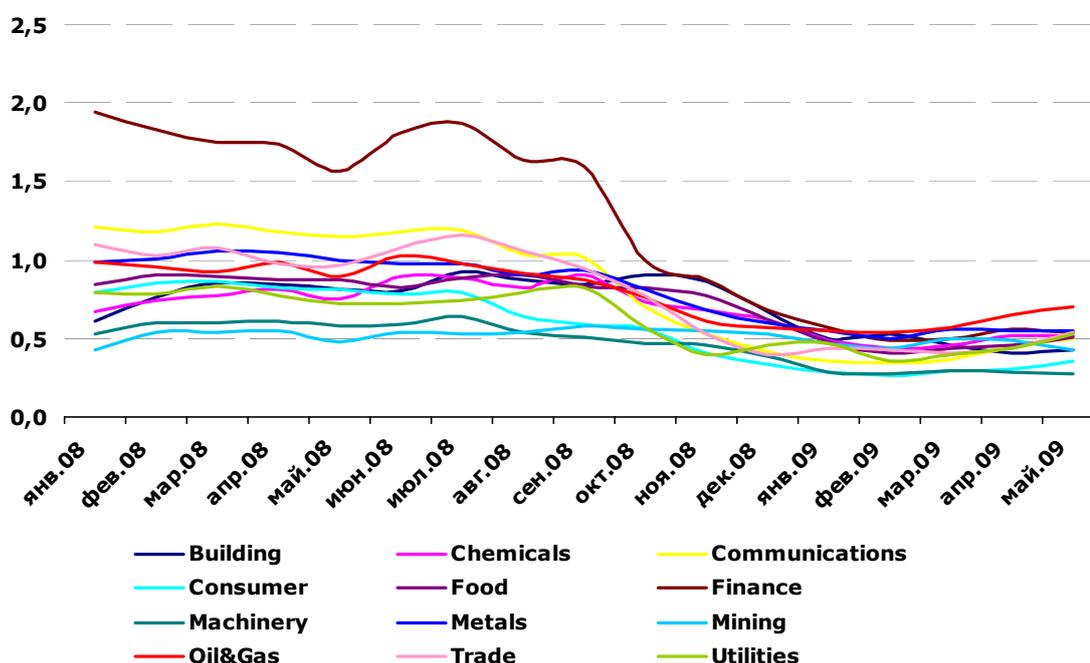
Источник: оценки ООО «СОВЛИНК»

торговались с премией (относительно среднемирового аналога) в 11%, то к началу 2009 года величина этой премии возросла до 15%, а на данный момент составляет уже 40%. Аналогичным образом наблюдался рост привлекательности акций индийских компаний (исключая финансовый сектор) с +10% до кризиса до +33% сейчас, южнокорейских (с -15% до +6%), тайваньских (с +19% до +44%). Менее внушающе выглядит изменение отношения к американским компаниям. Хотя эта страна рассматривается в большинстве случаев как первоисточник катаклизмов в глобальной экономике, относительная оценка акций нефинансовых корпораций здесь тоже увеличилась — с +2,1% до кризиса до +3,1% сегодня. Несмотря на небольшое изменение, оно все же крайне существенно, поскольку относительный вес американского фондового рынка в рассматриваемой

нами группе из 62 стран составляет не менее 38%. Наряду с США увеличилась также премия, которую платят инвесторы за акции латиноамериканских корпораций: в Бразилии с +49% до +53% и в Мексике — с +35% до +38%.

Вместе с тем в этот период наблюдалось снижение привлекательности у европейских акций. Учитывая вес региона в совокупной капитализации (27%), приходится признать, что на него пришелся основной объем оттока инвестиций. Принимая во внимание медленные темпы роста Еврозоны, инвесторы и раньше предпочитали сокращать долю европейских акций в портфелях, что приводило к вынужденному дисконту по ним. Однако после кризиса дисконт только увеличился: во Франции с -7,5% до кризиса до -10% сегодня, в Германии — с -1,9% до -5%, в Швейцарии (исключая банки) вместо премии +25% сегодня — только +20%.

Премия/дисконт за акции российских компаний относительно конкурентов по секторам (среднемировой уровень в каждый месяц = 1) (*)



Источник: оценки ООО «СОВЛИНК»

* Оценка премии для сектора рассчитана как средневзвешенное отклонение ключевых финансовых мультипликаторов российских компаний относительно соответствующих им отраслей, формирующих сектор.

Перераспределение капиталов между странами в пределах каждой из отраслей достигло пика в конце 2008 года, и с начала нынешнего года уже наметился обратный процесс. Его темпы будут играть определяющее влияние на расстановку рыночных позиций игроков к концу года. Так, к середине апреля российские эмитенты уже сумели сократить отставание от своих зарубежных конкурентов до -39,9%, причем его динамика носит сугубо положительный характер. Говорить о полном восстановлении утраченных позиций к концу 2009 года нельзя в силу объективных причин. Это означало бы рост капитализации на 53% только за счет исправления ситуации в нашей, отдельно взятой стране. Хотя этот вариант и возможен, вероятность его реализации довольно низка. Тем не менее, рост капитализации на 53% осуществим, если одновременно с нами будут расти и другие рынки, что будет способствовать перераспределению потоков в пользу российских предприятий.

Более разумно предположить, что срок восстановления растянется по крайней мере на два года, и тогда среднегодовые темпы роста капитализации, которые требуются, чтобы догнать конкурентов и достичь уровня докризисной оценки (дисконт -8,2% относительно конкурентов) составят 27,5% до конца 2010 года. При подобном сценарии **индекс РТС на конец 2009 года может составить 970 пунктов**. Эта оценка подразумевает, что капитализация остального мира в данный период будет оставаться на месте, т. е. будет иметь место прямое перераспределение

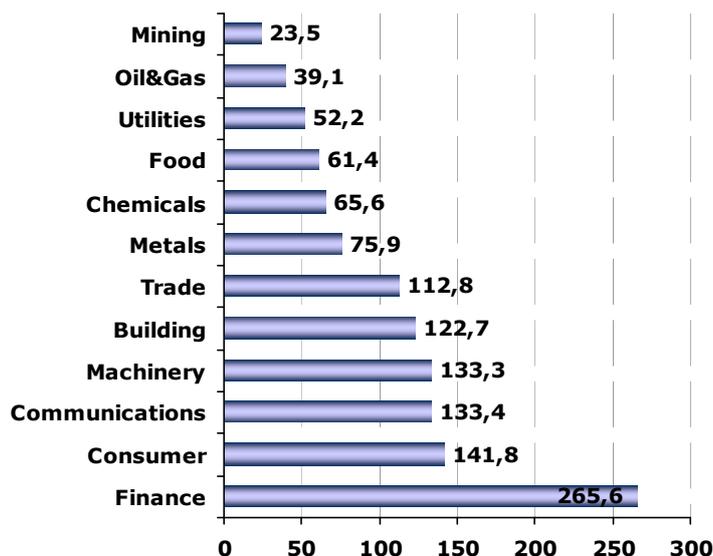
потоков в пользу российских компаний как наиболее дешевых, в силу именно этой их особенности. Разумеется, на практике это условие невыполнимо, однако, как мы уже отмечали, восстановление глобальной экономики будет растянуто на более продолжительный срок, поэтому ожидать быстрого подъема мировых фондовых индексов в 2009 году не следует. Тем не менее, если это будет происходить, возвращение доверия к российским эмитентам также будет осуществляться ускоренными темпами, **и в этом случае значение индекса РТС на конец текущего года может составить до 1250 пунктов.**

Говоря о потенциале подъема, не следует забывать также и о заметно возросшей волатильности на фондовых площадках, которая несет в себе ряд рисков. Если возвращение средств покупателей на биржи будет происходить быстрее, чем это обосновано фундаментальными показателями в экономике, неизбежна новая коррекция, которая нейтрализует избыток денежных средств и приведет к новому падению индексов. Подобный сценарий лишь затянет процедуру рекапитализации рынков, хотя небольшие коррекции неизбежны и в известной мере лишь способствуют процессу поступательного развития.

Говоря о перспективах роста стоимости отдельных секторов в России, необходимо прежде всего учитывать уровень их обеспеченности ликвидностью и степень зависимости от долговой нагрузки. Так, нефтегазовый сектор экономики, который до кризиса торговался со средним дисконтом к конкурентам в -2%, имеет сегодня дисконт -30%. Наличие стабильных денежных поступлений от экспорта играет здесь ключевую роль в сохранении относительно высокого уровня оценки. В металлургии исходный дисконт в -2% вырос намного сильнее — до -44%. Активное участие игроков этой отрасли в сделках по слияниям и поглощениям в последние годы способствовало образованию большой внешней задолженности, которую теперь сложно погасить в условиях низких сырьевых цен. В электроэнергетике произошло снижение соответствующего показателя с -25% до -51%, в машиностроении — с -36% до -72%, в строительстве — с -8% до -58%. В финансовой сфере ситуация наиболее тяжелая: вместо имевшей ранее место премии в +86,5%, сегодня присутствует дисконт в -49%, что свидетельствует о размере долговых проблем, с которыми столкнулся отечественный банковский сектор. Эти цифры позволяют судить о масштабах восстановления, которое требуется каждому сектору, чтобы не столько догнать конкурентов (это часто невозможно в силу имманентно присущих российским производителям рисков), сколько вернуться на докризисный уровень оценки.

Для топливно-энергетического сектора это означает потенциал роста на 39%, в металлургии — на 76%, в электроэнергетике — на 52%, в машиностроении — в 2,33 раза, у банков — в 3,6 раза. Эти оценки даны, исходя из потенциала улучшения ситуации в соответствующих отраслях относительно их зарубежных аналогов до предкризисного уровня, что может потребовать длительного времени. **В обозримой перспективе (в течение 2009 года) можно рассчитывать лишь на ограниченную реализацию данного потенциала. Большая его часть будет воплощена лишь вместе с ростом капитализации мировых рынков, который может начаться к моменту выхода глобальной экономики из рецессии, то есть не раньше 2010 года.**

Потенциал восстановления премии за акции российских компаний до докризисного уровня, %



Источник: оценки ООО «СОВЛИНК»

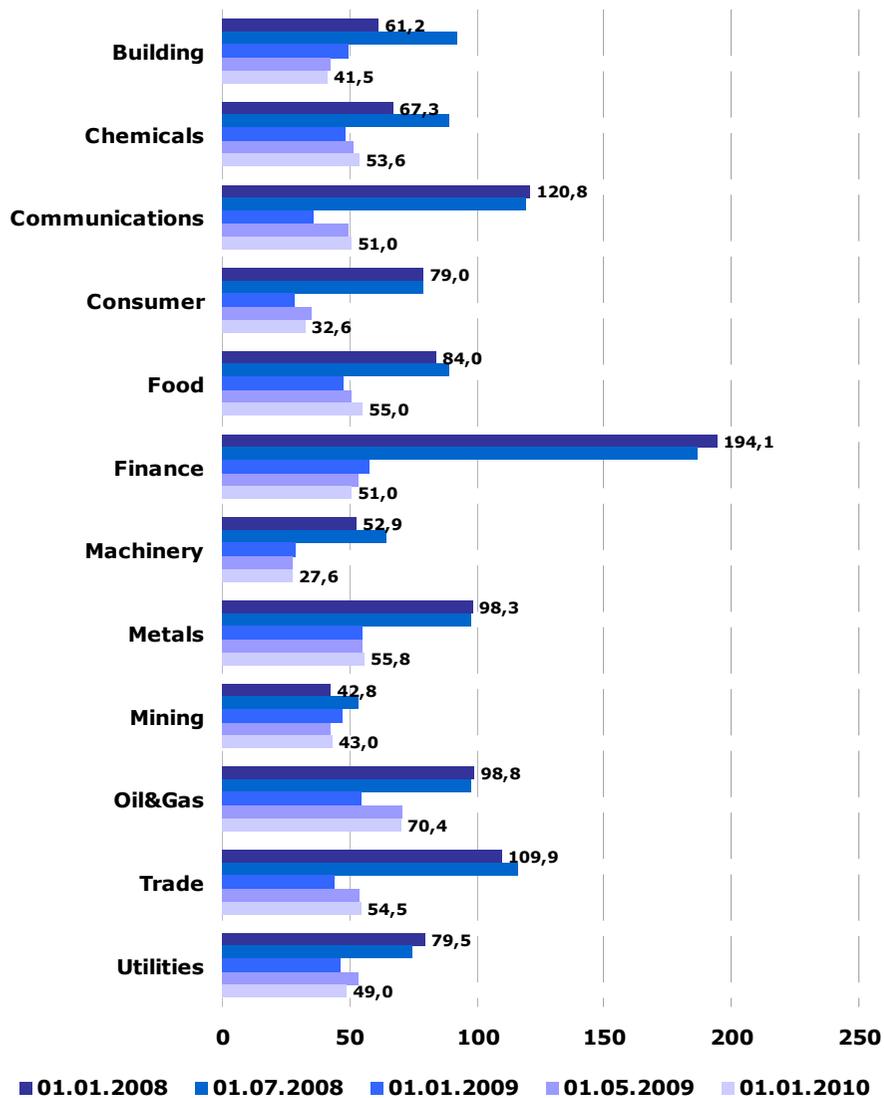


SOVLINK

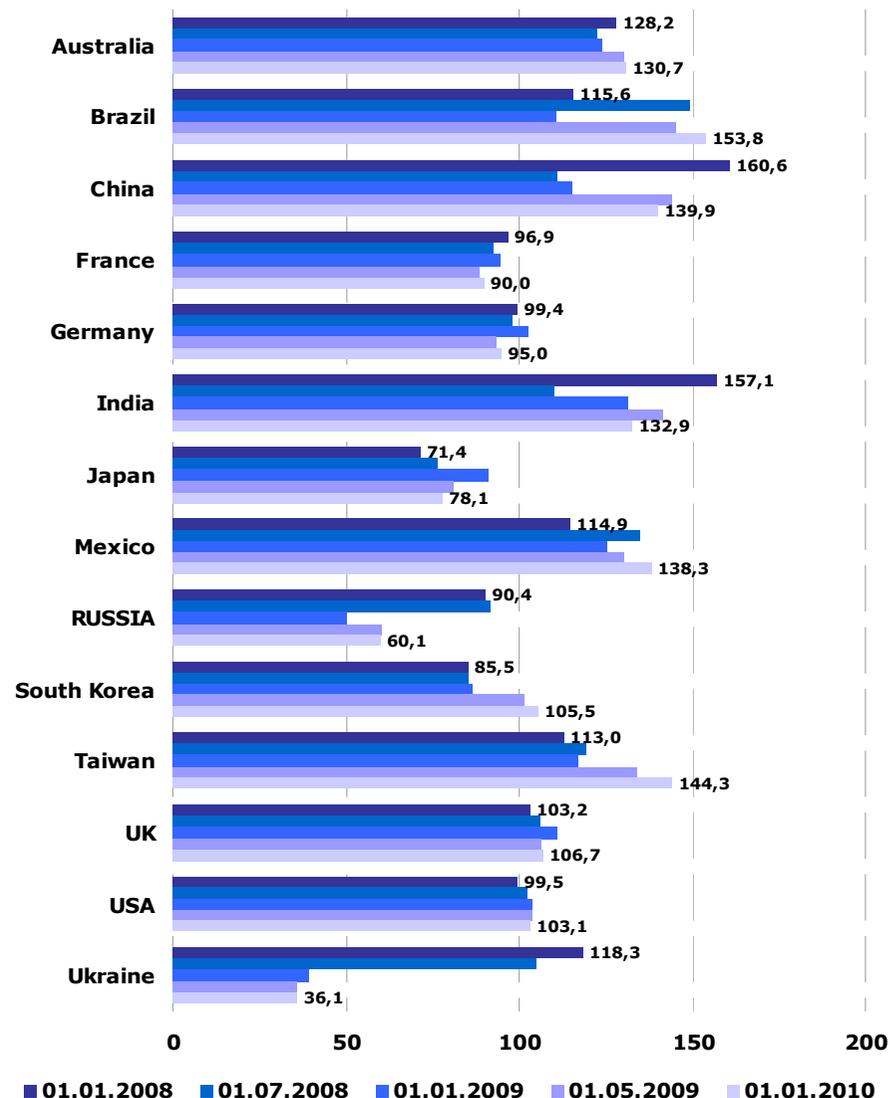
YOUR FIRST CALL - FOR THE SECOND TIER

17 апреля 2009

Уровень оценки российских компаний по секторам, % (среднемировой уровень =100%) (*)



Средний уровень оценки компаний относительно своих секторов, % (среднемировой уровень =100%) (*)



Источник: оценки ООО «СОВЛИНК»

* Значения с 01.01.2009 по 01.01.2010 основаны на текущей капитализации и консенсус-прогнозах аналитиков для компаний в соответствующих секторах и странах.

Tel.: +7 495 967 1300

Fax: +7 495 967 1311

www.sovlink.ru

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	“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
research@sovlink.ru

©2009г., 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, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся 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.