

3 сентября 2004

Стоимость акционерного капитала российских компаний растет в связи с политическими рисками

Волна терактов и возникшие на фоне ситуации с ЮКОСом опасения ненадлежащего соблюдения прав собственности в России подтолкнули нас к пересмотру оценки стоимости акционерного капитала российских компаний. На фоне новой волны террора и продолжающейся кампании против ЮКОСа политические риски оказались в центре внимания инвесторов. На наш взгляд, это требует повышения премии, необходимой для компенсации российского странового риска, и поэтому, пересмотрев наши исходные допущения, мы повысили оценку стоимости акционерного капитала российских эмитентов на 120 б.п. до 13.6%.

Заново рассчитанная премия за российский страновой риск составила 2%, несколько превысив прежний показатель – 1.7%. В основе нашей оценки лежит спрэд между доходностью долгосрочных российских государственных обязательств и US Treasuries, который в настоящее время составляет 240 б.п. по 30-летним облигациям (без поправки на эластичность доходности в зависимости от срока погашения). И хотя мы ожидаем, что спрэд будет сокращаться в связи с ожидаемым повышением агентствами S&P и Fitch рейтинга российского суверенного долга до инвестиционного уровня, а также благодаря высоким макроэкономическим показателям России и ограниченности предложения облигаций этой категории, мы склоняемся к мысли, что прогнозирувавшийся нами ранее спрэд в 170 б.п. после последних событий окажется недостижимым.

Мы также внесли в наши оценки более высокую (следовательно, более консервативную) премию за риск инвестиций в акции. Хотя в начале этого года мы ожидали, что относительная волатильность российского рынка (которая отражается на стоимости акционерного капитала в нашей модели) снизится, этого не произошло в связи с непрекращающимся потоком негативных политических событий, связанных с ЮКОСом и другими компаниями. Мы сделали поправку на высокую волатильность, повысив нашу оценку величины премии за риск инвестирования в российские акции с 5% до 6% в связи с повышением прогнозируемой величины избыточной волатильности индекса РТС по сравнению с S&P 500 с 1.25 до 1.5.

На практике такое повышение означает, что прогнозируемые на конец года цены акций анализируемых нами компаний могут оказаться на 10-12% ниже, чем ожидалось ранее – и в настоящий момент мы работаем над пересмотром наших оценок стоимости. Однако мы отмечаем, что применительно к нефтегазовым и металлургическим компаниям негативный эффект от повышения стоимости акционерного капитала будет частично компенсироваться запланированным повышением нашего прогноза цен на сырье, которое мы также в ближайшем будущем включим в наши модели оценки.

Базовая стоимость акционерного капитала российских "голубых фишек" повышена до 13.6%

Исходные предположения	Предыдущее	Новое	Комментарий
Долгосрочная безрисковая ставка, %	5.7	5.6	Основана на средней доходности долгосрочных US Treasures за последние 5 лет
Премия за российский страновой риск, %	1.7	2.0	Основана на прогнозируемом превышении доходности российских долгосрочных еврооблигаций над доходностью US Treasures
Российская безрисковая ставка, %	7.4	7.6	
Стандартная премия за инвестиции в акции, %	4.0	4.0	Историческая разница в доходности между акциями и облигациями на рынке США
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.25	1.5	Стандартное отклонение индекса РТС относительно S&P 500; увеличилась согласно последним оценкам волатильности
Премия за инвестиции в российские акции, %	5.0	6.0	
Базовая стоимость акционерного капитала, %	12.4	13.6	

Источник: оценки "Атона"

Российская безрисковая ставка и стоимость акционерного капитала пересмотрены в сторону повышения

Небольшие корректировки долгосрочной безрисковой ставки. Мы использовали исторический показатель доходности долгосрочных US Treasures, получив в качестве начального показателя для наших расчетов 5.6% – средний показатель за последние пять лет (оказавшийся несколько ниже показателя 5.7%, использованного в нашем предыдущем расчете). Прибавив к этой величине премию за страновой риск, мы получили российскую долгосрочную безрисковую ставку.

Динамика доходности долгосрочных US Treasures

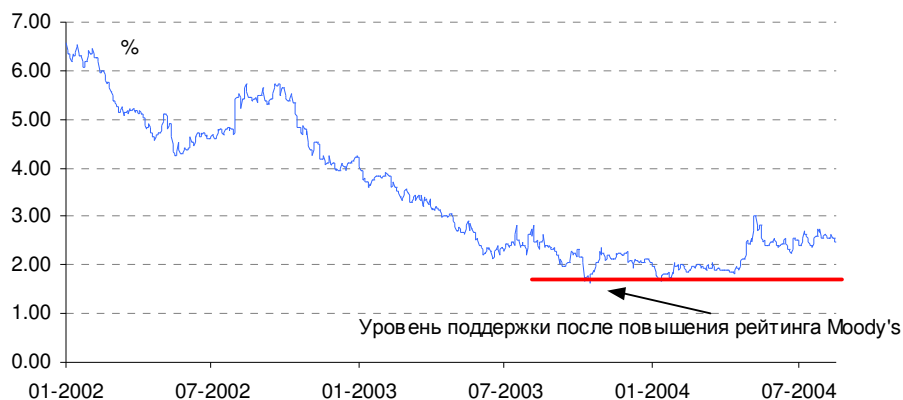


Источник: Bloomberg

Заново рассчитанная нами премия за российский страновой риск составила 2%, несколько превысив прежний показатель – 1.7%. В основе нашей оценки лежит спрэд между доходностью долгосрочных российских государственных обязательств и US Treasures, который в настоящее время составляет 240 б.п. по 30-летним облигациям (без поправки на эластичность доходности в зависимости от срока погашения). И хотя мы ожидаем, что спрэд будет сокращаться в связи с ожидаемым повышением агентствами S&P и Fitch рейтинга российского суверенного долга до инвестиционного уровня, а также благодаря высоким макроэкономическим показателям России и ограниченности предложения обязательств этой категории, мы склоняемся к мысли, что прогнозируемый нами ранее спрэд в 170 б.п. после последних событий представляется недостижимым.

Поэтому мы закладываем в наш расчет прогнозируемый на конец 2004 года спрэд 200 б.п., то есть приблизительно равный уровню, наблюдавшемуся после повышения рейтинга российского суверенного долга агентством Moody's в октябре прошлого года. Новый прогнозируемый спрэд частично учитывает уже упоминавшуюся обеспокоенность в связи с политическими проблемами и ситуацией вокруг ЮКОСа.

Ожидается, что спрэд к US Treasures должен вернуться к уровню осени 2003 года



Источник: Bloomberg

Прибавив полученную нами новую премию за страновой риск (2%) к долгосрочной безрисковой ставке (5.6%), мы получаем российскую безрисковую ставку в размере 7.6%.

Расчет российской безрисковой ставки

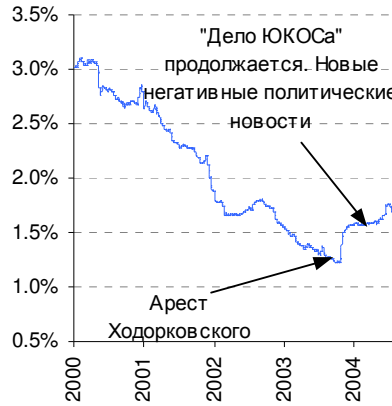
Исходные предположения	Предыдущее	Новое	Комментарий
Долгосрочная безрисковая ставка, %	5.7	5.6	Основана на средней доходности долгосрочных о US Treasures за последние 5 лет
Премия за российский страновой риск, %	1.7	2.0	Основана на прогнозируемом превышении доходности российских долгосрочных еврооблигаций над доходностью US Treasures
Российская безрисковая ставка, %	7.4	7.6	

Источник: Bloomberg; оценки "Атона"

Мы также внесли в наши расчеты более высокую (следовательно, более консервативную) премию за инвестиции в акции. Мы отмечаем, что после ареста бывшего главы ЮКОСа Михаила Ходорковского показатель стандартного отклонения индекса РТС за 12 месяцев резко возрос (как показано на графике ниже слева). Хотя в начале этого года мы ожидали, что волатильность российского рынка снизится, этого не произошло в связи с непрекращающимся потоком негативных политических новостей, связанных с ЮКОСом и другими компаниями. Поэтому мы считаем, что наша предыдущая оценка стоимости привлечения инвестиций в акции была заниженной.

Мы рассчитываем премию за риск инвестиций в российские акции, исходя из величины стандартной премии за акции (4% – на основе долгосрочных исторических различий доходности американских акций и облигаций); затем мы учитываем избыточную волатильность российского рынка, сопоставляя стандартное отклонение индекса РТС за 12 месяцев и аналогичный показатель индекса S&P 500. В результате мы получаем показатель избыточной волатильности в размере 1.5.

Динамика стандартного отклонения РТС ...и S&P500



Источник: Bloomberg

Умножив стандартную премию за инвестиции в акции (4%) на заново рассчитанный нами коэффициент повышенной волатильности РТС (1.5), мы получаем новую премию за риск инвестиций в российские акции на уровне 6% (предыдущее значение – 5%).

С учетом рассчитанной нами российской безрисковой ставки (7.6%), новая расчетная базовая стоимость акционерного капитала составляет, таким образом, 13.6%. Мы считаем, что повышение коэффициента избыточной волатильности и увеличение спреда долгосрочных обязательств является оптимальным способом количественного представления воздействия политического риска на акции российских эмитентов.

Базовая стоимость акционерного капитала российских "голубых фишек" повышена до 13.6%

Исходные предположения	Предыдущее	Новое	Комментарий
Долгосрочная безрисковая ставка, %	5.7	5.6	Основана на средней доходности долгосрочных US Treasuries за последние 5 лет
Премия за российский страновой риск, %	1.7	2.0	Основана на прогнозируемом превышении доходности российских долгосрочных еврооблигаций над доходностью US Treasuries
Российская безрисковая ставка, %	7.4	7.6	
Стандартная премия за инвестиции в акции, %	4.0	4.0	Историческая разница в доходности между акциями и облигациями на рынке США
Коэффициент повышенной волатильности РТС	1.25	1.5	
Премия за инвестиции в российские акции, %	5.0	6.0	Стандартное отклонение индекса РТС относительно S&P 500; увеличилась согласно последним оценкам волатильности
Базовая стоимость акционерного капитала, %	12.4	13.6	

Источник: оценки "Атона"

Таким образом, повышение политических рисков и сохранение повышенной волатильности на российском рынке заставляет нас повысить оценку стоимости акционерного капитала российских эмитентов на 120 б.п. до 13.6%.

На практике такое повышение означает, что прогнозируемые на конец года цены акций анализируемых нами компаний могут оказаться на 10-12% ниже, чем ожидалось ранее – и в настоящий момент мы работаем над пересмотром наших оценок стоимости. Однако мы отмечаем, что применительно к нефтегазовым и металлургическим компаниям негативный эффект от повышения стоимости акционерного капитала будет частично компенсироваться запланированным повышением нашего прогноза цен на сырье, которое мы также в ближайшем будущем включим в наши модели оценки.

Заявление аналитика

Ответственность за содержание настоящего материала лежит, главным образом, на аналитике (аналитиках), имя которого указано на первой странице отчета. Аналитик заявляет, что его мнение о ценных бумагах или эмитентах, анализируемых в отчете, выражено верно. Аналитики, стратеги и помощники аналитиков, отвечающие за подготовку настоящего отчета, могут получать вознаграждение в зависимости от различных факторов, в том числе качества отчета, откликов инвесторов, правильности выбора акций, конкурентных факторов и общей выручки компании.

Методология вынесения рекомендации по акциям

Определения рекомендаций, выставляемых компанией Aton Capital Group по акциям

Рекомендация	Критерий
"Покупать"	Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев > 15%
"Держать"	Потенциал роста в следующие 12-18 месяцев от 0% до 15%
"Продавать"	Потенциал роста < 0%

Потенциал роста рассчитывается как разница между текущей рыночной ценой акций и установленной нами справедливой стоимостью в следующие 12-18 месяцев. Справедливая целевая стоимость большинства российских акций рассчитывается, главным образом, на основе метода оценки дисконтированных денежных потоков (DCF); для получения подробной информации об этом методе оценки просим связываться с аналитическим отделом Aton Capital Group или сейлз-менеджером. В отдельных случаях отклонения от указанных выше диапазонов оценки, на основе которых аналитики выставляют свои рекомендации, может составлять до 10%.

Заявление об ограничении ответственности

Данный отчет не является предложением о покупке или продаже какой-либо ценной бумаги или об участии в какой-либо торговой стратегии. Информация и мнения, содержащиеся в аналитических отчетах, основаны на данных, которые являлись общедоступными во время подготовки и публикации отчета. Стоимость и доход от ваших инвестиций могут варьироваться в зависимости от изменения процентных ставок, ставок налогообложения или изменения курсовых разниц, котировок ценных бумаг, рыночных индексов, производственных и финансовых показателей компаний и других факторов. Прошлые результаты не обязательно указывают на то, какими будут будущие показатели. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться. Стоимость любых инвестиций или дохода может понижаться и повышаться, в результате чего вы можете не получить обратно всей инвестированной суммы. В случае инвестиций, для которых не существует общепризнанного рынка, инвесторы могут испытывать трудности с их продажей или получением надежной информации об их стоимости или связанных с ними рисках.

Данный отчет не представляет собой индивидуально разработанных инвестиционных консультаций. Он подготовлен без учета индивидуальных финансовых особенностей и целей тех лиц, которые его получают. Ценные бумаги, обсуждаемые в настоящем отчете, могут быть непригодными для всех инвесторов. Компания Aton Capital Group рекомендует инвесторам независимо оценивать целесообразность тех или иных инвестиций и стратегий и призывает инвесторов пользоваться услугами финансовых консультантов. Пригодность тех или иных инвестиций и стратегий зависит от индивидуальных обстоятельств и целей инвестора.

Отчеты, подготовленные компанией Aton Capital Group, основаны на информации, которая является общедоступной во время подготовки и публикации отчета. Факты и мнения, представленные в этом отчете, не рассматривались профессионалами из других подразделений Aton Capital Group (в том числе персоналом инвестиционно-банковского подразделения) и могут не отражать известную им информацию. Компания Aton Capital Group прилагает все усилия к тому, чтобы использовать надежную, исчерпывающую информацию, но не претендует на ее абсолютную точность и полноту. Мы не обязаны сообщать вам об изменениях мнений или информации, отраженных в этом отчете. Поставщики данных из числа третьих лиц не гарантируют и не претендуют на точность, полноту или своевременность предоставляемых ими данных и не несут ответственности за любой ущерб, связанный с такими данными.

Компания Aton Capital Group и ее дочерние предприятия и (или) должностные лица, руководители и сотрудники могут владеть позициями по любым ценным бумагам, упоминаемым в этом документе (или по любым связанным с ними инвестициям) и могут время от времени увеличивать или уменьшать позиции по таким ценным бумагам (или инвестициям).

Компания Aton Capital Group и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, обсуждаемых в настоящем документе (или связанных с ними инвестиций), могут продавать или покупать их для клиентов в качестве основной стороны сделки. Компания Aton Capital Group и (или) ее дочерние предприятия могут также искать возможности предоставления этим компаниям инвестиционно-банковских или андеррайтинговых услуг.

Ни весь отчет, ни какую-либо его часть не разрешается перепечатывать, продавать или распространять без письменного согласия компании Aton Capital Group.

Дополнительную информацию можно получить по отдельному запросу.

Инвестиционная группа Атон

105062, Россия,
Москва, ул. Покровка,
27 строение 6

7(095) 777-8877
7(095) 777-8876, факс
aton@aton.ru

www.aton.ru
www.aton-line.ru
ATON <GO> (Bloomberg)

Aton Securities, Inc.

60 East 42nd Street
Suite 2530
New York, NY 10165
NASDAQ/SIPC member

1 (212) 697-6099
1 (212) 697-6093, факс

Управление торговых операций

saltrad@aton.ru

Дмитрий Старенко, директор

7 (095) 777-8872

Трейдинг

Денис Саранцев, начальник отдела

7 (095) 777-8879

Институциональные клиенты

Мэтью Арнольд, начальник отдела

7 (095) 777-8842

Частные клиенты

Алексей Примак, начальник отдела

7 (095) 777-8873

Долговые обязательства

Сергей Сидоров, начальник отдела

7 (095) 777-8830

Aton Securities

les@AtonSecurities.com

Майкл Йордан, CEO

1 (212) 697-6099

Атон-Лайн

aton-line@aton.ru

Александр Свинцов, директор

7 (095) 777-8878

Аналитический отдел

atonres@aton.ru

Стивен Дашевский, директор

7 (095) 777-8832

Стратегия

Алекс Кантарович, CFA
kantarovich@aton.ru
7 (095) 777-8835

Нефть/газ

Стивен Дашевский, CFA
dashevsky@aton.ru
7 (095) 777-8832

Энергетика

Александр Корнеев
korneev@aton.ru
7 (095) 777-8838

Экономика

Питер Уэстин
westin@aton.ru
7 (095) 777-8831

Зарко Стефановски
stefanovski@aton.ru
7 9095) 777-8828

Металлургия

Тимоти МакКачен
mccutcheon@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 3120

Алексей Воробьев
AVorobiev@aton.ru
7 (095) 777-8877, x3134

Дмитрий Лукашов, CFA
loukashov@aton.ru
7 (095) 777-8837

Потребительский сектор/Промышленность

Алексей Языкков
yazikov@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 3123

Политика

Майкл Хит
heath@aton.ru
7 (095) 777-8877, x3112

Телекомы

Надежда Голубева, CFA
goloubeva@aton.ru
7 (095) 777-8834

Долговой рынок

Алексей Булгаков
boulgakov@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 3126

Мировые рынки

Валентин Журба
zhurba@aton.ru
7 (095) 777-8877, x4127

Елена Баженова
bazhenova@aton.ru
7 (095) 777-8829

Алексей Ю
yu@aton.ru
7 (095) 777-8877, x 4155
