



# Как обыграть рынок, управляя риском

## Инвестиционные стратегии

Аналитический департамент  
18 мая, 2012



НОМОС  
БАНК

Высокая неопределенность – высокие риски

Экономический рост неустойчив, ниже докризисных значений

«Истории роста» теряют привлекательность

Госкомпании – зона повышенного риска

Приоритет компаниям с:

- относительно стабильными денежными потоками,
- высокой дивидендной доходностью,
- ясной стратегией развития,
- умеренной долговой нагрузкой,
- относительно высокими стандартами корпоративного управления

Стратегия Buy & Hold неэффективна

Управление риском – возможность обыграть рынок

Под управлением риском мы понимаем формирование инвестиционного портфеля в зависимости от фазы цикла:

- «бычий рынок» - высоко рискованные компании
- «медвежий рынок» - компании с низким риском

В данной презентации рассмотрены два подхода к анализу риска эмитента:

- статистический (коэффициент бэта)
- фундаментальный (финансовые характеристики компании)

Коэффициент бета - это мера рыночного риска, характеризующая волатильность акций компании относительно бенчмарка

Если бета имеет значение:

- > 1, то акции более волатильные, чем рынок в целом;
- < 1, то акции менее волатильные, чем рынок в целом;
- = 1, то акции двигаются вместе с рынком;
- = 0, то движение акции не зависит от тенденций, происходящих на рынке
- < 0, то динамика акций имеет отрицательную корреляцию с рынком

## Неадекватные значения для низколиквидных компаний

Акции с низкой ликвидностью, как правило, имеют низкий показатель бета из-за небольшого количество сделок по ним. На длительных временных интервалах дневное изменение их котировок является несущественным по отношению к рынку в целом, но одна две сделки могут сильно поменять цену.

рекомендация: для низколиквидных компаний использовать другие методы оценки рисков

## Временная нестабильность

Изменение фундаментальных характеристик компании (структура капитала, новые направления бизнеса, сделки M&A, качество корпоративного управления, налоговая среда и т.п.) может сделать акции более и менее стабильными относительно рынка, т.е. привести к значительному изменению бэта.

рекомендация: при расчете бэта брать период 1-3 года

# Бета в отраслевом разрезе

## Отрасли с высоким риском

Сектор	Бета
Черная металлургия	1.22
Угольные компании	1.20
Банки	1.13
Цветная металлургия	1.10

## Отрасли с умеренным риском

Сектор	Бета
Эл. сети	1.08
Минеральные удобрения	1.02
Эл. генерация	0.98
Нефть и газ	0.89

## Отрасли с низким риском

Сектор	Бета
Телекомы	0.77
Розничная торговля	0.73
Потребительские товары	0.69

\* здесь и далее коэффициент бета рассчитан за три года

- Банки и горно-металлургические компании можно отнести к секторам, акции которых имеют повышенный риск инвестирования, т.е. коэффициент бета выше 1.
- Умеренный риск присущ бумагам нефтегазового сектора и энергетике: коэффициент бета для этих отраслей близок к 1.
- Бета ниже 1 у акций телекоммуникационных компаний и потребительского сектора. Эти сектора обладают низким риском.

Топ-20 компаний с максимальной и минимальной бетой			
1 Сбербанк	1.32	Башнефть, ап	0.27
2 Мечел (АДР)	1.30	Башнефть	0.29
3 Северсталь	1.29	ГАЗ, ап	0.29
4 Сбербанк, ап	1.26	ГАЗ	0.41
5 ВТБ	1.24	IBS Group	0.49
6 НЛМК	1.23	Черкизово	0.51
7 ОГК-2	1.19	Фармстандарт	0.56
8 Соллерс	1.15	М.Видео	0.64
9 АвтоВАЗ, ап	1.15	Магнит	0.65
10 Роснефть	1.14	МТС (АДР)	0.67
11 Газпром	1.13	Глобалтранс	0.67
12 ОГК-1	1.13	МОЭСК	0.72
13 ММК	1.12	Ростикс	0.74
14 АФК Система	1.12	Х5	0.75
15 ФСК ЕЭС	1.11	Ленэнерго	0.75
16 Татнефть	1.11	МРСК Центра	0.76
17 ОГК-3	1.10	Иркутскэнерго	0.76
18 ГМК Норильский никель	1.09	Седьмой континент	0.77
19 Распадская	1.09	Ростелеком	0.78
20 Уралкалий	1.09	Синергия	0.80

- В списке Топ-20 компаний с высокой бетой уверенно лидируют акции банков и металлургов.
- С минимальной бетой в основном торгуются акции телекомов и потребсектора, но выборку сильно «портят» эмитенты с низкой ликвидностью.

## Фазы роста индекса РТС



## Фазы падения индекса РТС



Источники: REUTERS, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

- С 2008 года на российском рынке акций мы выделили IV фазы роста и V фаз падения и проанализировали движение котировок акций эмитентов с высокой, низкой и нейтральной бетой на фазах роста/падения.



## Доходность индекса РТС и акций компаний с повышенным риском

	Бета	IV	III	II	I
Сбербанк	1.32	65.3	71.2	103.5	146.3
Мечел (АДР)	1.30	24.8	104.9	109.4	176.4
Северсталь	1.29	48.3	126.5	71.3	110.6
ВТБ	1.24	33.4	74.3	98.1	94.8
НЛМК	1.23	31.1	68.7	61.1	81.2
ОГК-2	1.19	14.8	96	75.4	144.4
Роснефть	1.14	38.2	42.7	59.9	93.5
Газпром	1.13	45.7	67.9	44.9	75.2
ОГК-1	1.13	38	76.2	49.2	102.7
ММК	1.12	43.6	56	65.9	117.9
ФСК ЕЭС	1.11	60.9	57.9	61.2	147
Татнефть	1.11	59.8	65.1	51.6	122.5
Холдинг МРСК	1.05	69.3	74.5	102.7	96.6
Индекс РТС		38.1	65.7	57.8	88.7

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

- Высокое значение бета не дает 100% гарантию, того что доходность акций компаний будет «выше рынка» всегда.
- Лишь бумаги **Сбербанка**, **Северстали** и **Холдинга МРСК** обыгрывали рынок на всех фазах роста, Мечел и ВТБ «проиграли» индексу на последнем участке роста, но незначительно.

## Доходность индекса РТС и акций компаний с низким риском

	Бета	V	IV	III	II	I
IBS Group	0.49	10.4	-51.8	-20.4	-28.2	-235
Фармстандарт	0.56	-1.8	-46.4	-9.2	-12.7	-133
МТС (АДР)	0.67	-1.3	-50.8	-21.7	-25.7	-83.6
Глобалтранс	0.67	-8.3	-39.2	-23.5	-13.4	-203
X5	0.75	-10.1	-47.8	-13.3	-19.3	-136
Ростелеком, ап	0.82	11.5	-27.6	-19.6	-40.7	-153
Индекс РТС		-7.3	-49.2	-23.6	-33.4	-137

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

- Из компаний с низкой бэ́та лишь акции **Фармстандарта** обыграли рынок на всех «медвежьих» интервалах. Можно также выделить акции **МТС (АДР)**

## Доходность индекса РТС и акций компаний с нейтральной бетой

	Бета	IV	III	II	I	V	IV	III	II	I
ГМК НН	1.09	9.3	96.8	68.3	124.4	-10.8	-31	-22.8	-41.7	-168.2
Распадская	1.09	53	101.3	100.5	115.1	-13.1	-98.9	-47.4	-16.7	-212.8
Уралкалий	1.09	27	116.1	43.4	140	-1	-26.9	-33.9	-28.2	-153.9
Транснефть, ап	1.08	84.8	117.3	71.9	119.3	5.2	-49.5	-29.7	-31	-162
ТМК	1.06	66.2	58.6	89.7	121.3	-2.2	-85.9	-35.4	-11.2	-188.3
Холдинг МРСК, ап	1.04	56.1	74	122.2	109.3	-17.2	-81.1	-30.5	-14.1	-
НОВАТЭК	0.99	34	107.2	49.9	115.5	-6.3	-21	-12	-30.4	-128.9
Банк Спб.	0.98	31	113.5	95.1	59	-9.7	-86.3	-36.1	-16.4	-173.2
Русгидро	0.95	27.8	56.7	16.6	106.4	-8.1	-45.1	-15.9	-18.6	-130
Интер РАО	0.94	16.1	20.7	106	167.1	-17.1	-28	-19.8	-16.5	-
Сургутнефтегаз, ап	0.94	61.1	68.4	78.6	62	-7.5	-34.7	-39.2	-30.8	-84
Мосэнерго	0.94	11	30.1	108.5	107	-1.9	-54.7	-24.9	-38.7	-172
ЛУКОЙЛ	0.92	34.5	53.3	39.8	71.4	-5.8	-37.4	-23.6	-33.8	-97.7
МРСК Волги	0.91	60.8	58.1	62	47.8	-20.1	-82.1	-15.3	-20.8	-
Индекс РТС		38.1	65.7	57.8	88.7	-7.3	-49.2	-23.6	-33.4	-136.8

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

- Эмитенты, которые на всех фазах роста и падения показывали доходность близкую к доходности индекса РТС не так много. Мы выделили **НОВАТЭК**, **Русгидро** и **ЛУКОЙЛ**.

Второй подход к анализу рисков компаний – учет фундаментальных характеристик компаний, а именно, финансового и операционного лeverиджа

## **Финансовый лeverидж**

EV/MCap - отражает риски компании, связанные с ее долговой нагрузкой. Эмитенты с более высокой долговой нагрузкой более остро реагируют на изменение рыночной конъюнктуры

## **Операционный лeverидж**

Sales/EBITDA - отражает риски компании, связанные с ее рентабельностью. Менее рентабельные компании более чувствительны к изменению внешней конъюнктуры (снижение выручки на 1% приводит к более существенному сокращению EBITDA)

# Лeverидж по компаниям

## Компании ранжированные по общему риску (левериджу) \*

Отраслевые тенденции по уровню левериджа прослеживаются не столь ярко, как по рыночному риску (коэффициенту бета). Во многом это объясняется финансовым менеджментом отдельных компаний нежелезной отраслевой спецификой. Тем не менее заметно, что в группе с высоким риском преобладают металлурги, наименьший риск у нефтегазового сектора.

Компания	Mcap	Net Debt	EBITDA	Sales	Лeverидж		Общий риск	Степень риска
					Фин.	Опер.		
Мечел	3 647	8 975	2 395	12 753	3.5	5.3	18.4	высокая
ТМК	2 840	3 552	1 022	6 694	2.3	6.5	14.7	
ММК	4 593	3 931	1 336	9 306	1.9	7.0	12.9	
МРСК Холдинг	3 939	3 749	3 975	22 140	2.0	5.6	10.9	
Evraz	7 717	6 435	2 898	16 400	1.8	5.7	10.4	
АФК Система	9 312	12 483	8 082	34 673	2.3	4.3	10.0	
UC Rusal	10 659	11 049	2 512	12 291	2.0	4.9	10.0	
Интер РАО	8 939	-1 224	1 485	16 895	0.9	11.4	9.8	умеренная
ЛУКОЙЛ	50 963	6 339	19 328	133 650	1.1	6.9	7.8	
Татнефть	13 250	2 654	3 489	20 990	1.2	6.0	7.2	
ОГК-1	1 390	-419	188	1 892	0.7	10.0	7.0	
ОГК-5	2 497	858	425	2 070	1.3	4.9	6.5	
НЛМК	12 667	3 356	2 282	11 729	1.3	5.1	6.5	
Вымпелком	16 510	26 431	8 149	20 250	2.6	2.5	6.5	
Башнефть	9 444	1 902	3 192	16 549	1.2	5.2	6.2	
Газпром нефть	22 372	5 783	8 942	44 172	1.3	4.9	6.2	
Северсталь	11 130	4 102	3 584	15 812	1.4	4.4	6.0	
Роснефть	74 443	17 950	22 048	92 218	1.2	4.2	5.2	низкая
Акрон	1 866	1 050	710	2 237	1.6	3.2	4.9	
ТНК-ВР	43 837	986	13 572	54 890	1.0	4.0	4.1	
Ростелеком	13 395	3 390	3 849	10 053	1.3	2.6	3.3	
МТС (АДР)	19 300	6 899	5 163	12 319	1.4	2.4	3.2	
Фосагро	3 738	472	1 210	3 447	1.1	2.8	3.2	
Газпром	132 527	32 250	65 573	157 406	1.2	2.4	3.0	
ОГК-3	1 749	-1 331	123	1 412	0.2	11.5	2.7	
Распадская	2 601	433	324	726	1.2	2.2	2.6	
E.ON Russia	5 634	-705	771	2 249	0.9	2.9	2.6	
ФСК	11 495	3 291	2 600	4 862	1.3	1.9	2.4	
ГМК НН	33 057	-1 200	6 858	14 352	1.0	2.1	2.0	
НОВАТЭК	38 913	2 225	5 151	6 009	1.1	1.2	1.2	
Сургутнефтегаз	34 378	-29 200	9 683	44 667	0.2	4.6	0.7	

\* общий риск = операционный риск x финансовый риск

## Компании с высокой, умеренной и низкой степенью риска и коэффициент бета

Компания	Общий риск	Бета
Мечел	18.4	1.31
ТМК	14.7	1.15
ММК	12.9	1.29
МРСК Холдинг	10.9	1.29
АФК Система	10.0	0.89
UC Rusal	10.0	0.76
Интер РАО	9.8	1.02

Компания	Общий риск	Бета
ЛУКОЙЛ	7.8	0.89
Татнефть	7.2	1.18
ОГК-1	7.0	1.08
ОГК-5	6.5	0.68
НЛМК	6.5	1.37
Вымпелком	6.5	0.57
Башнефть	6.2	0.51
Газпром нефть	6.2	0.76
Северсталь	6.0	1.24

Компания	Общий риск	Бета
Роснефть	5.2	1.13
Акрон	4.9	0.90
ТНК-ВР	4.1	0.65
Ростелеком	3.3	0.94
МТС (АДР)	3.2	0.88
Газпром	3.0	1.11
ОГК-3	2.7	1.06
Распадская	2.6	1.24
E.On Russia	2.6	0.88
ФСК	2.4	1.22
ГМК НН	2.0	0.95
НОВАТЭК	1.2	1.01
Сургутнефтегаз	0.7	1.03

- Статистический подход (бэта) и фундаментальный (леверидж) дают не всегда совпадающие результаты. Для таких акций желательны дополнительные исследования.

- Совпадение результатов

Высокий риск: Мечел, ММК, МРСК Холдинг

Низкий риск: МТС, E.On Russia

Средний риск: Лукойл, Татнефть

# Аналитика НОМОС-БАНКА



The screenshot shows the 'Аналитические обзоры' (Analytical Reviews) page of the NOMOS BANK website. The browser window title is 'Аналитические обзоры - Windows Internet Explorer' and the address bar shows 'http://www.nomos.ru/investment/special/'. The website has a navigation bar with links for 'ЧАСТНЫМ ЛИЦАМ', 'МАЛОМУ БИЗНЕСУ', 'КОРПОРАТИВНЫМ КЛИЕНТАМ', 'ИНВЕСТИЦИОННЫЕ УСЛУГИ', and 'PRIVATE BANKING'. Below the navigation bar, there is a section with the bank's logo, contact information for Moscow, and a link to the internet banking portal. The main content area is titled 'Аналитические обзоры' and includes a breadcrumb trail: 'Главная страница > Инвестиционные услуги > Аналитические обзоры'. There are three main columns of content: 'Рынок акций' (Stock Market) with links to daily reviews, analyst reports, flash notes, and strategies; 'Долговые и денежные рынки' (Debt and Money Markets) with links to daily reviews, a technical navigator, primary market monitoring, and a credit commentary; and 'Экономика' (Economy) with a link to a macro overview. A sidebar on the right offers a 'Помощь клиентам' (Help for clients) link, a 'Показывать историю за:' (Show history for:) dropdown set to '2010' year, and a list of services including 'Финансовые рынки', 'Инвестиционный консалтинг', and 'Аналитические обзоры'. At the bottom right, there is a promotional box for a '«РАЗУМЕЕТСЯ, МОЙ ТЕКУЩИЙ СЧЕТ ПРИНОСИТ ДОХОД»' (Of course, my current account brings income) deposit account. The footer of the page includes a search bar and a status message: 'Выполнено, но с ошибкой на странице.' (Completed, but with an error on the page).

- [www.nomos.ru](http://www.nomos.ru)
- возможность подписки на аналитические обзоры



НОМОС  
БАНК

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!