

Открытое Акционерное Общество

"Инвестиционная компания "Еврофинансы"

117049 г. Москва, Шаболовка, д.10, корп.2

Телефон: (495) 545-35-35 (многоканальный)

Факс: (495) 975-09-34



ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ
ЕВРОФИНАНСЫ

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

НЕЛИКВИДНЫЕ АКЦИИ: ВЗГЛЯД СВЕРХУ



www.eufn.ru

СОДЕРЖАНИЕ ОБЗОРА

Российский рынок акций: исторический очерк ..	2	Вариация и волатильность (зоны риска)	7
Активность и объемы торгов	4	Корреляция (теснота связей)	8
Спрэды между ценами «bid» и «ask»	6	Совокупный финансовый мультипликатор "P/E". Выводы ..	10

Российский рынок акций: исторический очерк

На протяжении последних 7 лет количество российских эмитентов акций (в основном неликвидных акций) стремительно увеличивается. С августа 2001-го года по август 2007-го года количество предприятий, по обыкновен-

ным или привилегированным акциями которых может проводиться торговля на РТС-Board, увеличилось в 4.5 раза, а список Классического рынка РТС расширился более чем на 25% (см. Таблицу №1).

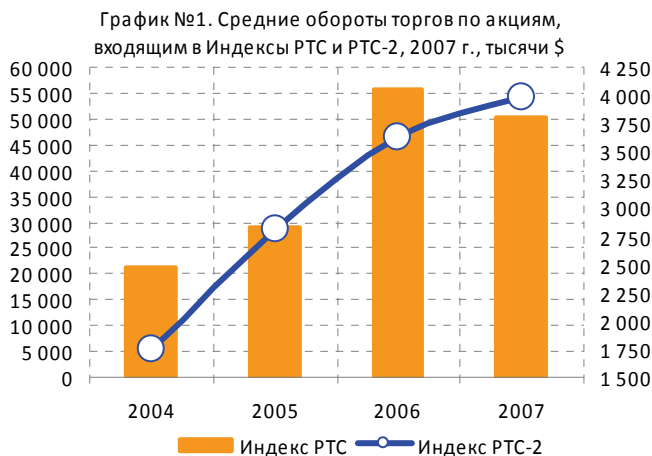
Таблица №1. Количество эмитентов обыкновенных или привилегированных акций, входящих в списки РТС, 2001-2007 гг.

на 01 августа 2007 года	Классический рынок РТС, шт.	РТС-Board, шт.
2007	293	970
2001	233	214

Источник данных: официальный сайт группы РТС (<http://www.rts.ru>).
Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Годовые средние обороты торгов также показывают высокие и стабильные темпы роста: с 2004 по 2007 гг. (далее под 2007-ым годом подразумевается период с 01 января по 01 августа) обороты торговли в целом по акциям, входящим в индекс ММВБ, повысились в 6,2 раза; по

акциям, входящим в индекс РТС – в 2,4 раза; по акциям, входящим в индекс РТС-2 (индекс акций «второго эшелона», рассчитываемый Российской Торговой Системой с 31.12.2003 г.) – в 2,2 раза.

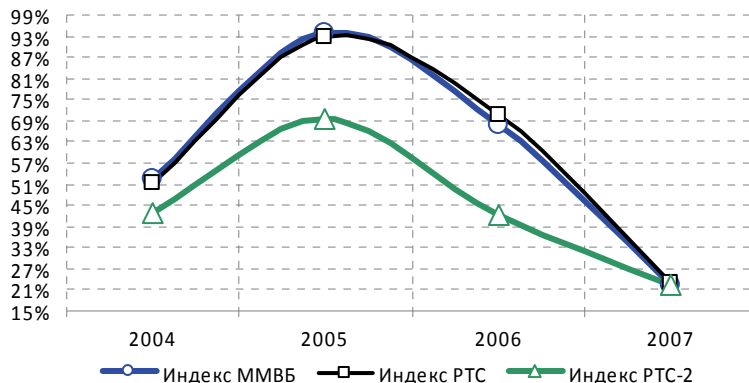


Источник данных: официальный сайт группы РТС (<http://www.rts.ru>).
Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Активное развитие рынка акций сопровождается высокой волатильностью торгов. В 2004-2006 гг. соотношения ежегодных максимумов и минимумов по индексам ММВБ, РТС и РТС-2 разнились от 42 до 94%% (см. График №2 на стр. 3).

Быстрыми темпами развивается рынок производных ценных бумаг, месячный объем торгов которого увеличился за один год почти в 3 раза (в 2,7 раза по сравнению с июлем 2006 года), составив более 535 млрд. рублей.

График №2. Соотношения годовых максимумов к минимумам по индексам ММВБ, РТС и РТС-2, 04-07



Источник данных: официальные сайты ММВБ, РТС.
Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Представленные показатели развития российского рынка акций позволяют говорить о значительном расширении возможностей как для долгосрочных инвесторов в рамках создания более диверсифицированных портфелей ценных бумаг, так и для спекулятивно настроенных

участников фондового рынка в рамках совершенствования стратегий торговли. Данное исследование раскрывает основные трудности и риски, сопровождающие современного инвестора на рынке акций «n-ых эшелонов».

Объект исследования

В рамках данного исследования представителями российских акций «n-ых эшелонов» выступают две группы эмитентов: входящие в индекс акций РТС-2, а также отобранные по экспертной выборке. Экспертная выборка предполагает отбор эмитентов на основе списков Классического рынка РТС и РТС-Board по рыночной капитализации (от 100 млн. до 10 млрд. долларов США) и спреда между текущими наилучшими ценами покупателей («bid») и ценами продавцов («ask») на 01.08.2007 (от 0 до 55%).

При отборе эмитентов по спреду между ценами «bid» и ценами «ask» используется формула:

$$S_i = \frac{Ask_i - Bid_i}{Ask_i} \times 100\% \text{ где:}$$

S_i — спред между ценой «bid» и ценой «ask» i-го эмитента;

Bid_i — наилучшая цена заявки на покупку i-го эмитента;

Ask_i — наилучшая цена заявки на продажу i-го эмитента.

Исследование затронет пять основных фундаментальных составляющих анализа того или иного сегмента фондового рынка:

- ✓ активность и объемы торгов;
- ✓ спреды между ценами «bid» и «ask» (далее спреды);
- ✓ вариация и волатильность (зоны риска);
- ✓ корреляция (теснота связей);
- ✓ совокупные финансовые мультипликаторы.

ЭКСПЕРТНАЯ ВЫБОРКА

TGKB; NASO; MSTT; GPGF; DVEC; UGOK; CHMZ; UELM; EVCG; RKKE; TGKG; VMRK; SZES; NUNZ; UNKL; LEGS; PGHO; ELTZ; BANP; CHAZ; PBMS; GMST; MMBM; MOTZ; MEFR; BTST; GGOK; KBGR; TVAG; NZDS; BORG; MKSH; PCBС; ZSMK; MSTС; SUMZ; UKUZ; AMMO; KZRS; NMAZ; OGKA; UUAZ; MPLC; DMOA; PDNZ; AZOP; KCHK; INGS; KAZT; MSOT; SCEM; SODD; OSKC; ALTE; ALVG; KGOK; KTYR; AVVA; NZHK; OSMP; GZCE; TRSS; UBRD; CHMS; SRMS; PRTA; VOLC; OMNG; URCM; SKBP; MMMZ; MIST; SGRS; TUPL; OAMK; UFAL; VOOS; PRUG; VGOK; ALCE.

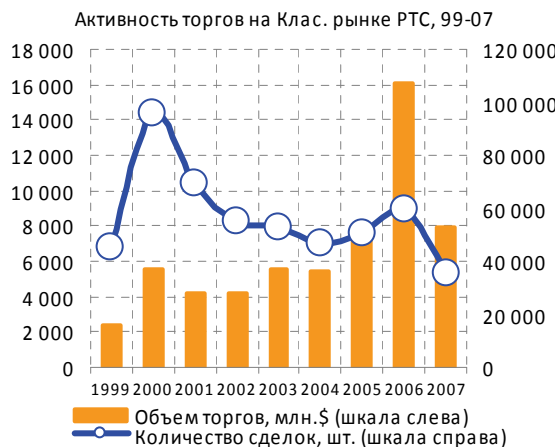
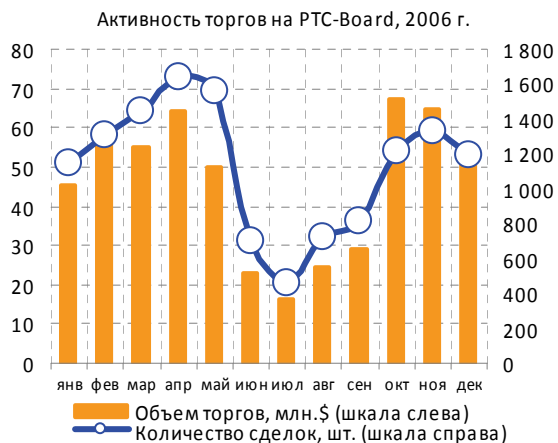
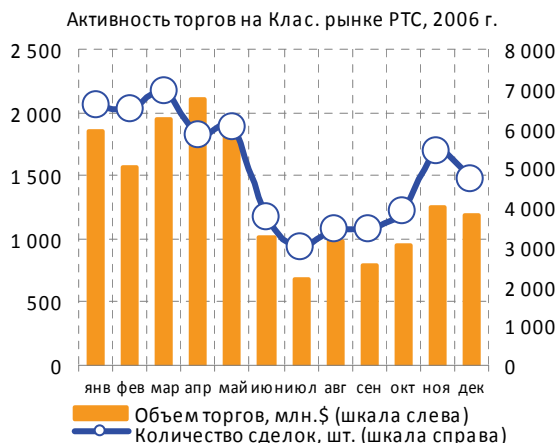
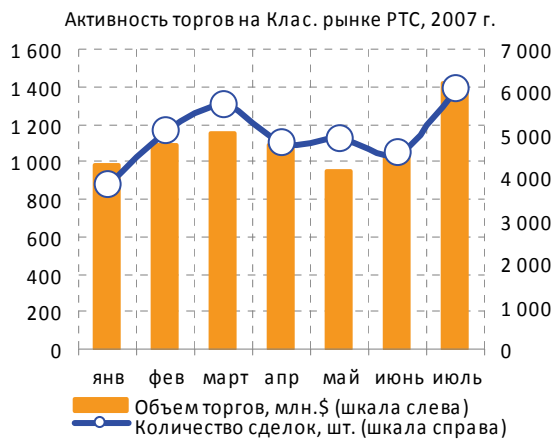
CHIE; TGKN; KLEN; YARE; IVEN; SAGO; VZEN; LSNG; MFGS; KIRE; LIEN; NVRC; ZMZN; SVER; HIMC; UDME; KROT; KUEN; CHMK; RITK; PTRL; TOME; TGKH; MSSB; TAEN; OMGR; OMZZ; CMST; VOTG; MSNG; PNZE; AVAZ; KRNG; ORNB; TZUM; TMAT; TGKD; UFOS; UFNC; KZOS; TGKE; GUMM; BLRS; UFMO; VGEN; TGKA; RZEN; PRIM; PNTZ; MSRS; VOLE; FESH; PMNG; CHNG; VLEN; KRSG; AKRN; KUBE; KZBE; SVTZ; SILV; NKNC; AMEZ; ZYGS; ZAGR; NTMK; SNTZ; BISV; OGKB; IRKT; PLZL; KUBN; DGBZ; WTCM; IRGZ; RTMC; TGKJ; VLGS; DGEN; TGKI; PKBA; SITR; MTLR; ROSB; CHZN; MGRS; RBCI; URSI; OGKD; NOMP; BEGY; ARMD; KIRZ; SSSH; LEKZ; ESPK; RTSE; OGKC; KHLE; SILM; OIVS; ENCO; KLAN; SCON; URKA; VOLG; SNOZ; VSMO; DIXY; NTRI; ESMO; WBDF; SPTL; TGKM; GRAZ; DAGR; MASZ; APTK; BANE; VZRZ; PMTL; BLNG; OGKE; ROST; VRPH; NNSI; USBN; RTKM; KOEN; PHST; RASP; AFLT; GAZA; MGNT; CHEP; TGKF.

Активность и объемы торгов

Оценка ликвидности акций «n-ых эшелонов» разделяется на анализ динамики активности торгов и анализ разброса цен покупателей и цен продавцов. В свою очередь наи-

более точной характеристикой активности торгов является показатель количества совершенных сделок.

Графики №3. Активность торгов на Классическом рынке РТС и РТС-Board, 1999-2007 гг.



Источник данных: официальный сайт группы РТС (<http://www.rts.ru>). Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Активность и объемы торгов

Третий ряд графиков (см. Графики №3) наглядно отражает стремительное увеличение ежегодных совокупных оборотов торговли и суммарного количества совершенных сделок. Отметим два негативных фактора.

Во-первых, снизились объемы торгов и сделок за период с января по июль 2007 года на Классическом рынке РТС: обороты сократились почти на 30% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года.

Во-вторых, налицо синхронность изменений объемов торгов и количества совершенных сделок: особенно ярко данная тенденция проявляется на первых графиках, отражающих месячные значения показателей. Фактор синхронности косвенно говорит нам о сохранении структуры инвесторов при увеличении объемов тор-

гов, что нельзя назвать положительной характеристикой. Более того, годовые данные по общему количеству операций с акциями Классического рынка РТС характеризуются снижением на фоне роста оборотов, что говорит нам уже не о сохранении структуры инвесторов, а о ее стагнации: все большие блоки акций концентрируются у крупных игроков.

Текущая пассивность игроков неликвидных секторов акций могут подтвердить результаты анализа многих торговых дней. Например, в течение сессии 02 апреля 2007 года, оборот по входящим в индекс ММВБ акциям составил более 42 млрд. рублей. При этом Классический рынок РТС и РТС-Board характеризовались очень низкой активностью торгов, проанализированной в Таблице №2.

Таблица №2. Анализ ликвидности классического рынка акций РТС и РТС-Board

на 02 апреля 2007 года	Классический рынок РТС	RTS Board
Максимальное количество сделок с ценными бумагами одного эмитента из группы эмитентов, по которым проводилась хотя бы одна сделка	35	3
Минимальное количество сделок с ценными бумагами одного эмитента из группы эмитентов, по которым проводилась хотя бы одна сделка	1	1
Среднее количество сделок с ценными бумагами одного эмитента из группы эмитентов, по которым проводилась хотя бы одна сделка	2.807018	1.388889
Количество эмитентов, по ценным бумагам которых:		
сделки не проводились	338	1083
1 сделка	30	14
2 сделки	10	1
3 сделки	5	3
4 сделки	6	0
5 сделок	2	0
6 сделок	0	0
7 сделок	1	0
8 сделок	0	0
9 сделок	1	0
10 сделок	1	0
более 10 сделок	1	0
Всего эмитентов	395	1101

Источник данных: официальный сайт группы РТС (<http://www.rts.ru>).

Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Учитывая факт того, что «второй эшелон» акций на сегодняшний день – прерогатива опытных и крупных инвесторов, снижение активности таких участников торгов является негативным

сигналом, отражающим как перекупленность и высокие цены наиболее интересных объектов инвестирования, так и общую настороженность инвестиционного климата.

Спрэды между ценами «bid» и «ask»

Из всего количества эмитентов, значащихся в списках Классического рынка РТС и RTS-Board (293 и 970 шт. соответственно, см. Таблицу №1), только 136 и 80 соответственно удовлетворяют одновременным условиям наличия рыночной капитализации от 100 млн. до 10 млрд. \$\$, а также спрэду между «bid» и «ask»

от 0 до 55 %.

Проанализировав торговую сессию от 02 апреля текущего года и оценив спрэды, получаем крайне нежелательный результат, представленный в Таблице №3.

Таблица №3. Анализ спрэдов между ценами покупателей и продавцов

на 02 апреля 2007 года	Классический рынок акций РТС	RTS Board
Минимальный спред, %	0.162	0.455
Максимальный спред, %	19900	249900
Средний спред, %	181.796	913.216
Количество эмитентов (в шт.), по акциям которых:		
спрэды отсутствуют	38	400
спред не более 50%	261	334
от 50% до 100%	32	113
от 100% до 200%	32	85
от 200% до 300%	6	50
от 300% до 400%	7	30
от 400% до 500%	1	13
от 500% до 1000%	11	39
от 1000% до 1500%	2	13
от 1500% до 2000%	2	6
от 2000% до максимума	3	18
Всего эмитентов	395	1101

Источник данных: официальный сайт группы РТС (<http://www.rts.ru>).
Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Таблица №4. Дополнительный анализ спрэдов на Классическом рынке акций РТС

за 02 апреля 2007 года	Кол-во эмитентов, шт.
спред не более 1%	5
от 1% до 2%	7
от 2% до 3%	9
от 3% до 4%	9
от 4% до 5%	11
от 5% до 6%	7
от 7% до 8%	13
от 8% до 9%	90
от 9% до 10%	65
от 10% до 20%	55
от 20% до 30%	38
от 30% до 40%	5
от 40% до 50%	7
Всего эмитентов	261

Источник данных: официальный сайт группы РТС (<http://www.rts.ru>).
Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Анализ спрэдов подтверждает **недостаточный уровень активности инвесторов** в секторах

«n-ых эшелонов» российских акций.

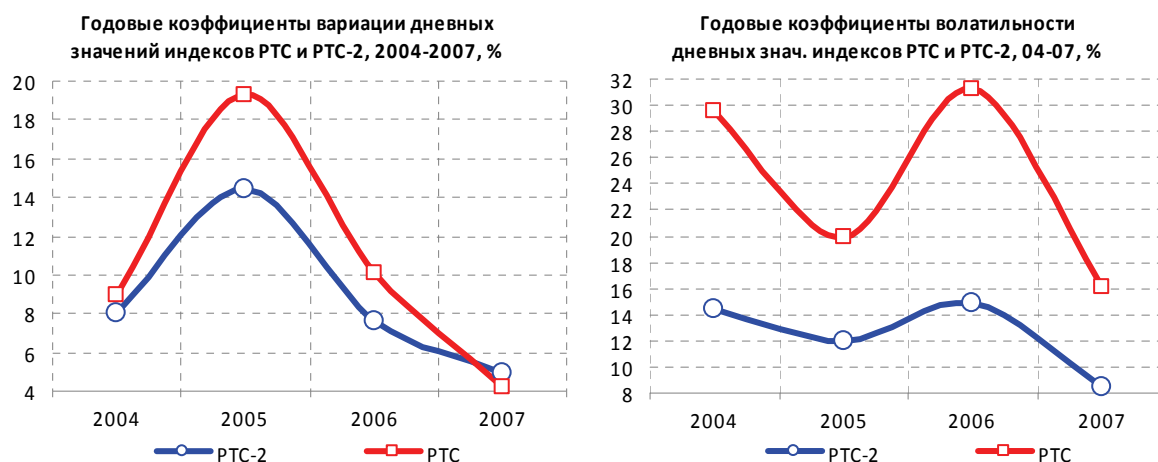
Вариация и волатильность (зоны риска)

Для оценки уровня риска фондового рынка или его отдельных сегментов принято использовать показатель среднеквадратического отклонения (СКО) данной выборки значений. Более универсальными и наглядными представляются коэффициенты вариации и волатильности, основой расчета которых выступает СКО. Обладая общей базой подсчета, оба коэффициента отражают зоны риска фондового

рынка.

При сравнении коэффициентов вариации выбранных объектов инвестирования более высокое значение говорит о спекулятивном настрое участников торгов данным инструментом. Высокие значения коэффициента волатильности также свидетельствуют о нестабильности инвестиционных ожиданий.

Графики №4. Годовые коэффициенты вариации и волатильности акций, входящих в индексы РТС и РТС-2 (рассчитаны по дневным значениям индексов)

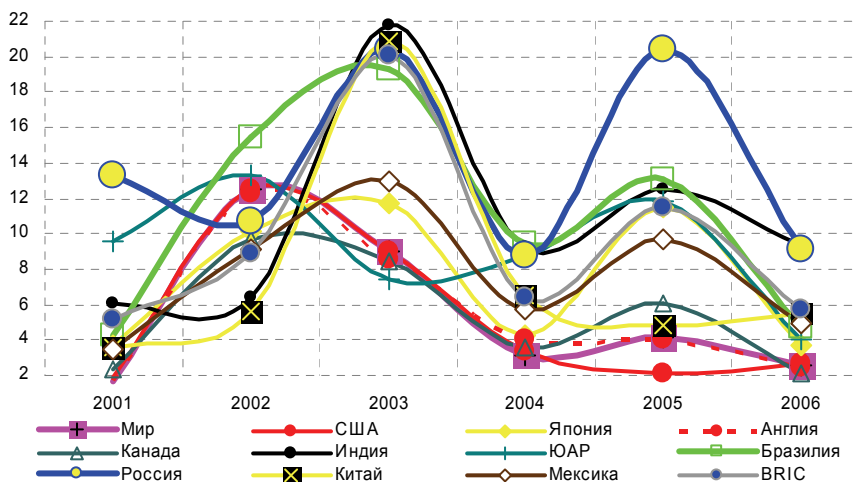


Источник данных: официальный сайт группы РТС (<http://www.rts.ru>). Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Результаты анализа рискованности акций второго эшелона **превышали все ожидания**. Во-первых, коэффициент вариации дневных значений индекса РТС-2 характеризуется **менее рискованной зоной** для возможных инвестиций по сравнению с общим индексом РТС. Во-вторых,

значения коэффициента вариации индекса РТС-2 в 2006-2007 годах **находятся на среднемировых уровнях** совокупных (включая «голубые фишки») индексов различных стран (см. График №5).

График №5. Годовые коэффициенты вариации, рассчитанные на основе значений страновых индексов MSCI



Источник: дневные значения страновых индексов MSCI. Расчеты: ИК «Еврофинансы». 2006 год: с 01.06 до 10.06

Вариация и волатильность (зоны риска)

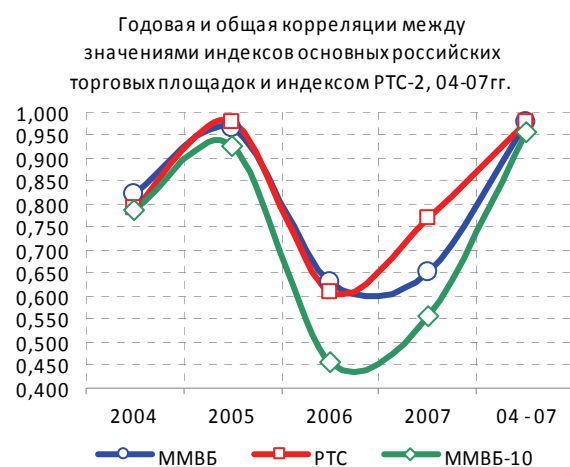
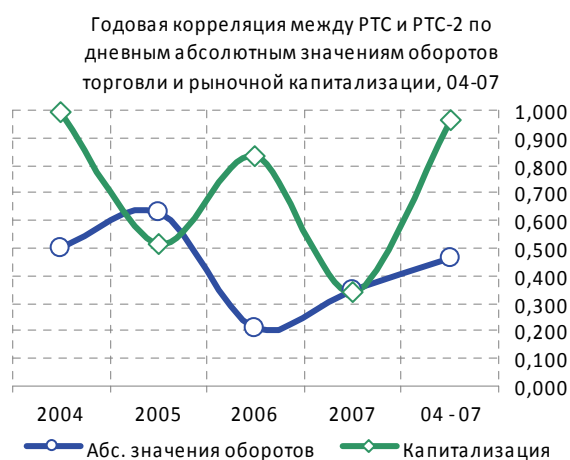
Корреляция (теснота связей)

Взаимосвязь между динамикой цен на неликвидные акции и на акции «первого эшелона» наиболее интересна в рамках данного исследования. Логично предположить, что большинство сигналов к изменению направления тренда динамики цен «n-ых эшелонов» формируется среди активной торговли «голубыми фишками». Рассмотрим, насколько симметрично изменяются показатели торговли акциями, входящими в индекс ММВБ, РТС и

РТС-2.

Уровень зависимости изменения одного фондового индекса от другого оценивается с помощью корреляционного анализа парной связи между массивами значений исследуемых индексов. Количественное определение тесноты связи выражается коэффициентом корреляции, демонстрирующим статистическую зависимость между двумя индексами.

Графики №6. Корреляционный анализ



Источник данных: официальные сайты ММВБ, РТС. Расчеты: ИК «Еврофинансы».

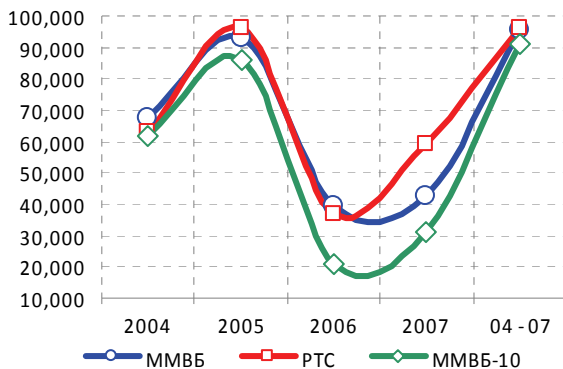
Представленные графики (см. Графики №6) опровергают предположение о симметричности движения цен между «голубыми фишками» и «вторым эшелоном». Практически отсутствует статистическая зависимость между абсолютными значениями объемов торгов по акциям, входящим в РТС и РТС-2. Корреляция абсолютных значений совокупных рыночных капитализаций по индексам показывает среднюю статистическую зависимость.

Наиболее интересующая корреляция значений индексов выглядит неоднозначно: наблюдается высокая степень зависимости за весь период существования индекса РТС-2 в совокупности с невысокой зависимостью в 2006-2007 гг.

Для получения большей определенности введем коэффициент детерминации, равный квадрату коэффициента корреляции. Коэффициент детерминации на Графике №7 (см. стр. 9) показывает, какая доля изменения в доходности индекса РТС-2 объясняется изменением индексов РТС, ММВБ и ММВБ-10. Таким образом, на текущий момент около 50% изменений в индексе акций «второго эшелона» объясняется рынком в целом, однако в еще меньшей степени динамика неликвидных акций объясняется изменениями цен на «голубые фишки».

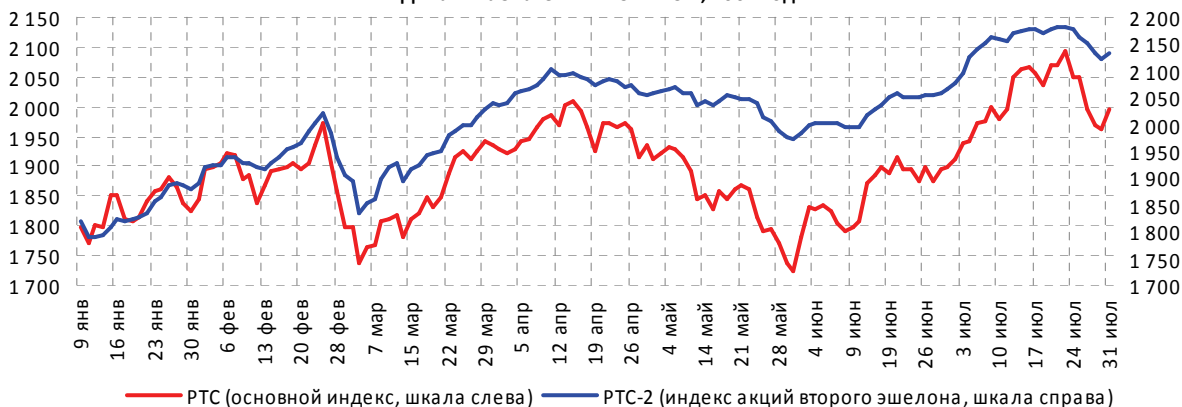
Корреляция (теснота связей)

График №7. Коэффициенты детерминации значений индексов основных российских торговых площадок и индекса РТС-2, 2004-07

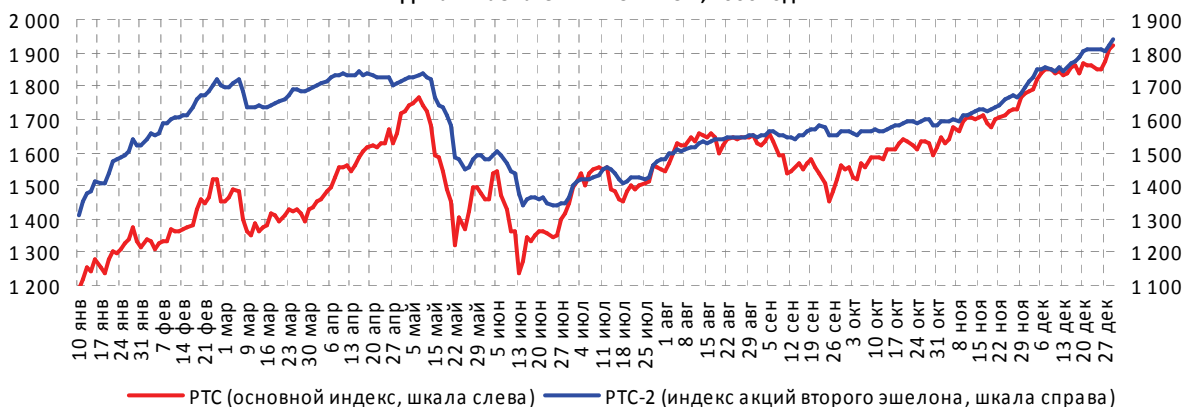


Источник данных: официальный сайт группы РТС (<http://www.rts.ru>).
Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Динамика значений РТС и РТС-2, 2007 год



Динамика значений РТС и РТС-2, 2006 год



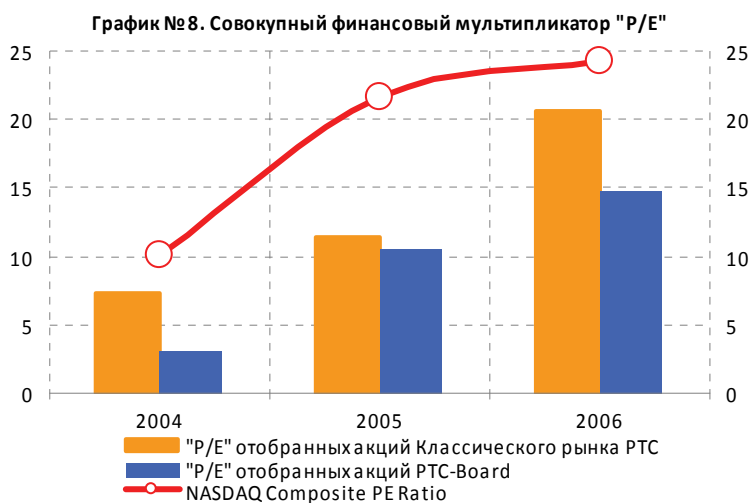
Источник данных: официальный сайт группы РТС (<http://www.rts.ru>). Расчеты: ИК «Еврофинансы».

Корреляция (теснота связей)

Совокупный финансовый мультипликатор «P/E»

Совокупные финансовые мультипликаторы являются показателями, включающими в себя суммарные данные по всем компаниям данной выборки и используемые для сопоставления фондовых рынков различных стран. Совокупные финансовые мультипликаторы используются в рамках определения зон перекупленности или перепроданности акций. Ограни-

чимся самым известным и простым мультипликатором «P/E», отражающим отношение суммарной капитализации эмитентов данного индекса к сумме прибылей таких эмитентов. В настоящем исследовании мультипликатор рассчитывался по второй группе эмитентов, отобранных по экспертной выборке.



Несмотря на активный рост сектора российских неликвидных акций на протяжении последних лет, в сравнении с американским индексом высокотехнологичных предприятий NASDAQ Composite, инвестиции в который сопряжены с высокими рисками, российские акции «n-ых эшелонов» находятся в благоприятной инвести-

ционной зоне. Поскольку мультипликатор «P/E» отличается невысокими значениями, цены на российские неликвидные акции имеют потенциал роста за счет либо недооцененности инвесторами, либо более высоких показателей чистой прибыли.

Выводы

Как показывает исследование, «n-ые эшелоны» акций российского фондового рынка характеризуются относительной независимостью, что дает возможность формировать разнообразные стратегии. Безусловно, анализ выявил множество негативных моментов текущего состояния сектора неликвидных акций. Кроме того, исследование обошло стороной множество других инфраструктурных проблем. Негативным фактором выступают высокие транзакционные издержки при операциях на Классическом рынке РТС и РТС-Board. Поскольку на ММББ, где транзакционные издержки значительно ниже, торгуются акции небольшого количества эмитентов, входящих в списки РТС-

Board, данная проблема является серьезным препятствием для сектора неликвидных акций. По нашему мнению, именно сейчас весьма перспективным окажется создание производных инструментов на индексы акций «второго эшелона» (например, на индекс РТС-2), что привлечет внимание новых участников.

В целом российский рынок неликвидных акций отличается текущей общей настороженностью участников торгов, выражающейся в их ограниченном количестве, и, как следствия, невысоким уровнем волатильности, благоприятной зоной риска и относительной независимостью данного сектора российского фондового рынка.

Аналитический отдел

Берсенеv Евгений Павлович,

начальник аналитического отдела

тел.: (495) 545-35-35 (доб. 158), e-mail: ebersenev@eufn.ru

Митрофанова Светлана Александровна,

аналитик (специализация: фундаментальный анализ)

тел.: (495) 545-35-35 (доб. 158), e-mail: mitrofanova@eufn.ru

Смывин Алексей Юрьевич,

аналитик (специализация: технический анализ)

тел.: (495) 545-35-35 (доб. 131), e-mail: smyvin@eufn.ru

Контакты

Открытое Акционерное Общество «ИК «Еврофинансы»

Аналитический отдел: (495) 545-35-35, доб. 158, 131

Отдел активных операций: (495) 545-35-35, доб. 120, 103, 113

Клиентский отдел: (495) 545-35-35, доб. 168

117049 г. Москва,

Шаболовка, д.10, корп.2

Телефон: (495) 545-35-35

(многоканальный)

Факс: (495) 975-09-34

www.eufn.ru, e-mail: analytics@eufn.ru

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация является исключительной собственностью ИК «Еврофинансы». Несанкционированное копирование, воспроизведение и распространение данной информации без письменного разрешения ИК «Еврофинансы» запрещено.

ИК «Еврофинансы» не несет какой-либо ответственности относительно любых последствий в результате использования информации, содержащейся в данном аналитическом отчете. ИК «Еврофинансы» не дает гарантий относительно полноты и достоверности приведенной в настоящем отчете информации. Настоящий отчет составлен на основе информации, полученной из официальных источников, надежность и достоверность которых общепризнанны. Вся информация, содержащаяся в данном отчете, ни при каких условиях не может рассматриваться как предложение или рекомендация к покупке или продаже ценных бумаг, предоставление гарантий или обещаний относительно будущих изменений на рынке ценных бумаг и действий эмитентов данных ценных бумаг. За последствия любых решений, принятых на основе настоящего отчета, ИК «Еврофинансы» ответственности не несет.