

## ИК РУСС-ИНВЕСТ: ставка на развитие рынка

Финансы  
12 апреля 2011 г

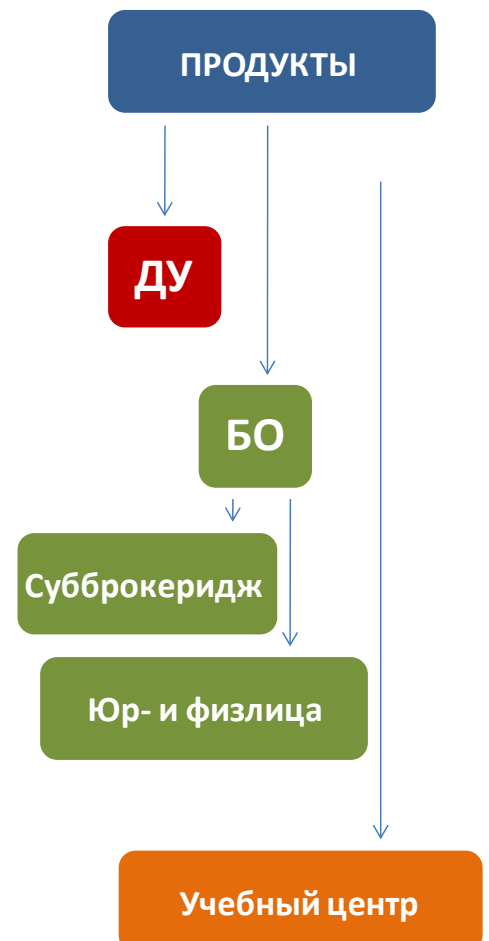
Мы провели исследование одной из немногих отечественных инвестиционных компаний, имеющей обращающиеся на бирже акции. В условиях посткризисного восстановления нам кажется интересным обратить большее внимание на акции успешно прошедших сложный период профучастников фондового рынка. Именно эти бумаги могут при благоприятном развитии событий стать инструментом, позволяющим получить двойной эффект от роста инвестиционной активности и притока спекулятивного капитала в российские активы.

### ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ

- Уникальная управленческая команда, работающая на российском финансовом рынке с 3 декабря 1992г.;
- Стратегическая цель – создать компактную высокоэффективную диверсифицированную международную инвестиционную группу, сочетающую эффективное управление активами с предоставлением разнообразного спектра финансовых услуг на основе широкой филиальной сети;
- Эмитент уже несколько лет входит в число 5 крупнейших инвестиционных компаний России по величине собственного капитала, что повышает устойчивость и обеспечивает выживание в условиях непростой конъюнктуры;
- Компания, которая дважды занимала 1 место в Европе среди компаний небольшой и средней капитализации по корпоративному управлению в рейтингах IR Global Rankings в 2006 г.;
- Обладатель рейтинга Fitch Ratings: Долгосрочный рейтинг в иностранной валюте на уровне «В», прогноз Стабильный, и долгосрочный рейтинг по национальной шкале «BBB- (rus)»;
- Акции компании находятся в листинге ОАО «Фондовая биржа РТС» в котировальном списке Б.
- Котировки акций компании последнее время демонстрируют устойчивую восходящую динамику.

ТИКЕР	RUSIG
ЧИСЛО АКЦИЙ	109 000 000
FREE FLOAT	NN%
ПЛОЩАДКА	RTS
ЦЕЛЕВОЙ ОРИЕНТИР	49.9 РУБ
ПОТЕНЦИАЛ	32%

Продуктовая линейка компании (без учёта дилинговых операций)



## Корпоративное развитие

В настоящее время ОАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ» является многопрофильной инвестиционной компанией, которая в течение последнего десятилетия успешно развивала основные направления бизнеса. Так, помимо уже существовавших операций компания приступила к работе на рынке производных финансовых инструментов (фьючерсов и опционов), были зарегистрированы и начали свою деятельность еще три паевых инвестиционных фонда (общее число под управлением достигает теперь пяти). В целях дальнейшего развития своего бизнеса эмитент в 2007 году учредил дочернюю компанию ABR Financial B.V, которая в 2008 году получила лицензию регулятора финансовых рынков Нидерландов (AFM).

Одновременно эмитент продолжал совершенствовать свою организационную структуру и развивать сеть отделений и филиалов. Значительное внимание было уделено повышению кредитоспособности компании и уровню корпоративного управления. Акции компании были выведены на биржу РТС, где они были включены в листинг «Б». При этом в 2009 году компания вошла в список 500 крупнейших российских компаний по уровню капитализации (147 место) в рейтинге Эксперт-400 (в разделе «Список крупнейших компаний по рыночной стоимости (капитализации)»).

В 2010 году компания в сфере брокерского обслуживания клиентов обеспечивала доступ ко всем основным российским торговым площадкам. Основное внимание было уделено качеству обслуживания клиента, обучению клиентов аксиомам торговли и связке менеджер-клиент. В течение первой половины 2010г. прирост брокерской комиссии составил 240% по сравнению с аналогичным периодом 2009 года. Комиссия за доверительное управление увеличилась на 265% по сравнению с 2009 годом.

При этом компания сделала основной упор на привлечении физических и юридических лиц, обслуживании и консультированию клиентов. Одновременно совершенствовалась внутренняя инфраструктура компании, планомерно обновлялось техническое и программное обеспечение.

К модернизации продуктовой линейки можно отнести, подготовка к запуску РТС стандарта, в настоящий момент проект в финальной стадии. Издержки, в части обслуживания клиентов, компания успешно снижает посредством различных инноваций, к некоторым из них можно отнести внедрение ЭЦП и обучение на ВЭБ семинарах.

К яркой черте компании в рамках клиентского привлечения и обслуживания можно отнести индивидуальное обучение клиентов и последующее их трехмесячное бесплатное сопровождение преподавателем.



## Деятельность

Основными видами хозяйственной деятельности компании в течение последних трех лет стали:

1. Деятельность управляющей компании, которая в настоящее время управляет пятью паевыми инвестиционными фондами.
2. Брокерское обслуживание и осуществления доверительного управления.
3. Оказание услуг андеррайтера на рынке рублевых корпоративных облигаций.
4. Оказание услуг финансового консультирования IPO.
5. Операции РЕПО.
6. Операции на рынке ФОРТС.
7. Проектное финансирование в сфере недвижимости.

В целом, несмотря на влияние кризиса, финансовое положение компании остается устойчивым, что подтверждается следующим:

1. Высокими темпами роста активов и собственного капитала.
2. Стабилизацией торговых оборотов.
3. Ростом валовой рентабельности и рентабельности краткосрочных операций.
4. Высокой ликвидностью.
5. Увеличением доли долгосрочных финансовых вложений.
6. Стабильно низким уровнем административных и коммерческих издержек.

## Рейтинги

На наш взгляд, в сфере финансовых услуг присвоение рейтингов для компании является особенно значимым, поскольку уровень доверия, необходимый для успешной деятельности, в этой области высок как, возможно, нигде более. Несмотря на весь скептицизм, который присутствует после 2008 года в отношении рейтинговых агентств и адекватности их оценок, высокий рейтинг неизбежно говорит о выполнении компанией определенных минимальных формальных требований, а кроме того, о довольно высоком уровне её платёжеспособности.

Итак, 25 ноября 2010 г. международное рейтинговое агентство **Moody's** присвоило компании долгосрочные рейтинги в национальной и иностранной валюте на уровне B2, краткосрочные рейтинги в национальной и иностранной валюте на уровне Not Prime, а также



долгосрочный рейтинг по национальной шкале на уровне Baa1.ru. Прогноз по долгосрочным рейтингам "стабильный". Рейтинги учитывают низкую долговую нагрузку – деятельность компании более чем на 80% финансируется за счет собственного капитала. Это означает, что база собственного капитала компании обеспечивает существенную подушку безопасности для ее потенциальных кредиторов.

К положительным моментам, повлиявшим на рейтинг ОАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», агентство Moody's также отнесло грамотно диверсифицированный инвестиционный портфель компании, который позволяет демонстрировать более высокую доходность (скорректированную на риск), чем у рыночных индексов.

**Рейтинг Moody's** - долгосрочный «B2» и национальный долгосрочный – «Baa1.ru». Прогноз по долгосрочным рейтингам - «стабильный». Краткосрочные рейтинги в национальной и иностранной валюте на уровне Not Prime.

**Рейтинг Fitch** - долгосрочный «B» и национальный долгосрочный – «BBB– (BBB минус)/rus/». Прогноз по долгосрочным рейтингам - «стабильный».

30 ноября 2005 года впервые присвоены следующие рейтинги: долгосрочный – «B» и национальный долгосрочный – «BBB– (BBB минус)/rus/». Прогноз по долгосрочным рейтингам - «стабильный». На данном уровне рейтинг был также подтвержден в 2006, 2007, 2008 и 2009 годах.

**Рейтинг НРА** - «AA–» – категория «очень высокой надёжности», третий уровень. Прогноз изменения рейтинга – «стабильный».

В ноябре 2006 года Национальное рейтинговое агентство повысило индивидуальный рейтинг надежности компании до «AA–» – категория «очень высокой надёжности», третий уровень. Прогноз изменения рейтинга – «стабильный».

На данном уровне рейтинг был также подтвержден компании также в 2007, 2008, 2009 и 2010 годах.

**Рейтинг Консорциума Российского института директоров и рейтингового агентства «Эксперт РА»** НКРУ 7+.

В июле 2007 года консорциум Российского института директоров и рейтингового агентства «Эксперт РА» («РИД – Эксперт РА») повысил рейтинг корпоративного управления ОАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» до уровня НКРУ 7+ по шкале Национального рейтинга корпоративного управления – «Развитая практика корпоративного управления».

На данном уровне рейтинг был также подтвержден в 2008, 2009 и 2010 годах.



## Лицензии

Компания имеет лицензии на осуществление следующих видов деятельности:

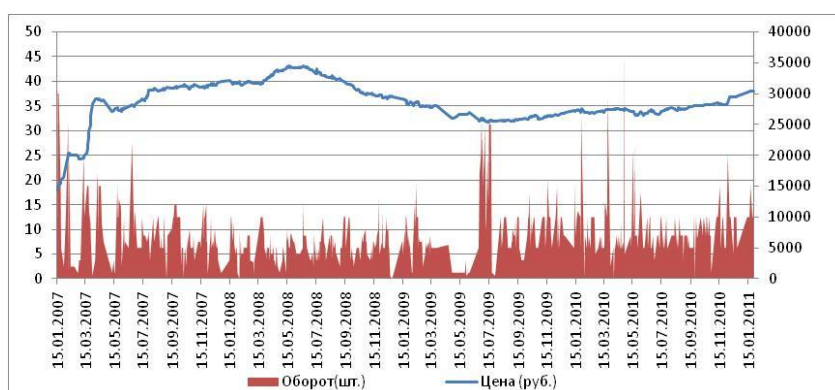
- Лицензия биржевого посредника, осуществляющего товарные фьючерсные и опционные сделки в биржевой торговле;
- Лицензия на осуществление брокерской деятельности;
- Лицензия на осуществление депозитарной деятельности;
- Лицензия на осуществление дилерской деятельности;
- Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами.

## История торгов

Акции эмитента не являются высоколиквидным инструментом и бывают периоды, когда по ним не проходит ни одной сделки, однако в среднем торговый оборот за сутки достигает 250-300 тыс. руб. Объём одной сделки также постепенно возрастает: со 158 тыс. руб. в среднем за 2009г. и 198,3 тыс. руб. в среднем за 2010г. до 325 тыс. руб. в январе 2011г.

## Динамика котировок и объёма акций ИК РУСС-ИНВЕСТ

Объём – правая шкала, штук; Цена – левая шкала, RUB.

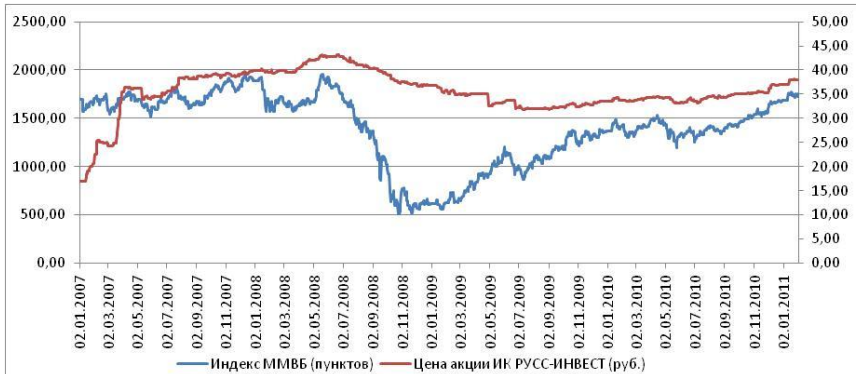


Источник: РТС

История котировок эмитента за последние три года позволяет сделать довольно интересный вывод о том, что бумага эта является весьма инерционной. Её колебания, во многом в силу небольшой ликвидности, оказываются существенно меньше, нежели колебания рынка в целом. Так, в 2008-2008 годах максимальное падение котировок составило лишь

25%, в то время как снижение по российским индексам составляло около 70%.

### Динамика котировок ИК РУСС-ИНВЕСТ и индекса ММВБ



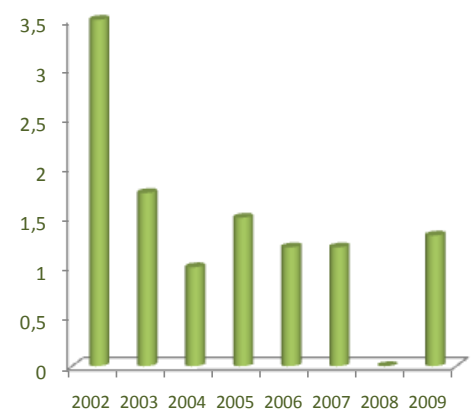
Источник: РТС, ММВБ

Вместе с тем, постепенное восстановление котировок акций компании началось значительно позднее, нежели рынка в целом, что может быть обусловлено некоторыми опасениями, которые инвесторы связывают теперь с вложениями в финансовый сектор, а низкая ликвидность не даёт возможности входа для спекулянтов и среднесрочных денег. В то же время, именно эта особенность открывает возможность рассчитывать на прибыль для консервативных инвесторов, поскольку даже до предкризисных уровней потенциал восстановления составляет сейчас порядка 20-23%.

### Финансы

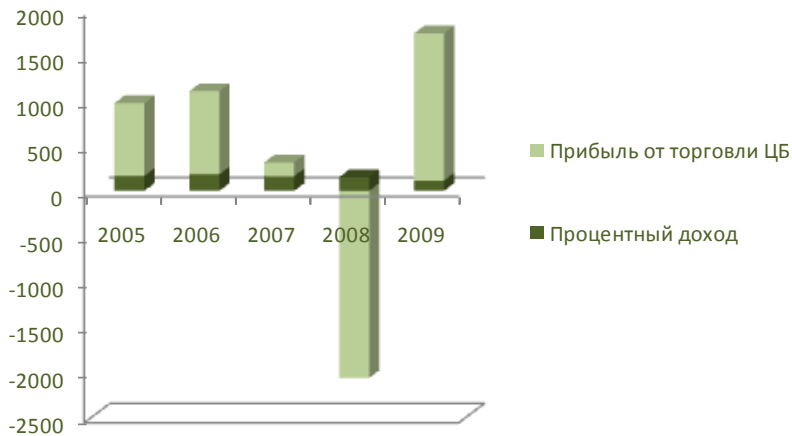
Финансовые результаты эмитента в целом довольно стабильны. Основой для формирования прибыли компании служат операции с ценными бумагами, что вносит значительный элемент неопределённости в итоговые финансовые результаты. Небольшая, зато устойчивая по абсолютной величине часть прибыли образуется за счёт процентных доходов

Динамика дивидендных выплат, RUB на акцию



Текущий размер дивидендов и уровень котировок предполагают доходность на уровне 3.5%

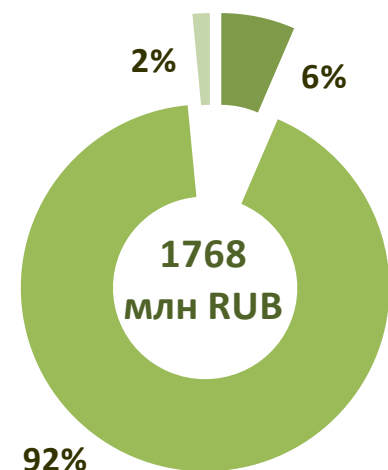
## Динамика и структура основных статей операционной прибыли эмитента, RUB



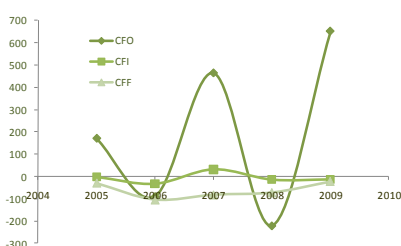
Анализ движения денежных средств показывает стабильный уровень денежных потоков от инвестиционной (CFI) и финансовой (CFF) деятельности. При этом, уровень финансового левериджа у компании крайне незначительный, что отражает консервативную долговую политику руководства компании, стремящегося избегать значительных объемов задолженности на балансе.

Инвестиции также сокращались последнее время, однако мы ожидаем их увеличения в ближайшей перспективе (2011-2012 годы) в связи с реализацией новых этапов стратегии развития компании.

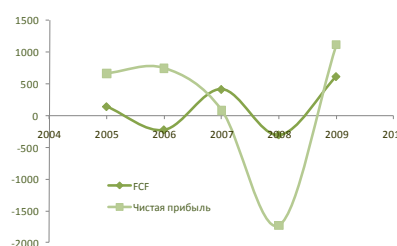
## Структура операционного дохода эмитента



Денежные потоки, млн RUB



FCF и чистая прибыль, млн RUB



Основная волатильность, оказывающая влияние на итоговый чистый денежный поток и чистую прибыль, связана с операционной деятельностью компании, и такое положение можно рассматривать как хороший знак, указывающий на прозрачность потоков внутри группы. Значительные колебания величины операционного денежного потока (CFO) обусловлены спецификой деятельности компании и нестабильной рыночной конъюнктурой, поэтому прогнозируемость данного параметра по определению является весьма низкой. Отметим, что и в кризисный 2008 год CFO сумел удержаться сравнительно неглубоко в отрицательной области.

Проведём резюмирующий краткий анализ структуры бизнеса и модели компании.

## SWOT-анализ

Сила	Слабость
<ul style="list-style-type: none"> <li>-устойчивое финансовое положение, высокий уровень собственного капитала;</li> <li>-имеются значительные средства для финансирования дальнейшего развития;</li> <li>-высокая рентабельность собственных операций;</li> <li>-солидная репутацию среди клиентов и партнёров.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-малая диверсификация источников дохода;</li> <li>-недостаточно широкая по сравнению с основными конкурентами клиентская база.</li> </ul>
Возможности	Риски
<ul style="list-style-type: none"> <li>-рост за счёт привлечения клиентов на основе активного развития филиальной сети;</li> <li>-повышение устойчивости за счёт увеличения отраслевой и географической диверсификации бизнеса;</li> <li>-подготовка комплексной автоматизации бизнес-процессов.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-нестабильное внешнее окружение и высокие риски инвестиционных операций;</li> <li>-нарастающая конкуренция на финансовом рынке внутри страны;</li> <li>-зависимость от собственных рыночных операций;</li> <li>-ужесточение госрегулирования отрасли.</li> </ul>

## Оценка

При оценке компании сложно ориентироваться как на модель дисконтирования денежных потоков, поскольку присущая бизнесу волатильность делает результат скорее условным ориентиром, нежели достоверным прогнозом. Сравнительный анализ на основе недавних сделок в отрасли в настоящий момент работает не вполне корректно, поскольку большинство компаний стали участниками M&A в силу своего сложного финансового положения и обременения долгами, что делает ситуацию в корне отличной от положения анализируемого эмитента.

Подход на основе оценки по коэффициентам является приблизительным, но, тем не менее, довольно любопытным и консервативным, что позволяет избежать значительной переоценки и принятия, вследствие этого, неадекватного инвестиционного риска.

Компания торгуется с существенным (в разы) дисконтом к банковским бумагам по коэффициенту P/E, и с 70% дисконтом по коэффициенту P/BV. По P/S имеется небольшая премия – порядка 10%.

При этом отметим, что сравнение с мировыми аналогами в целом указывает на недооценённость эмитента, в то же время, анализ аналогов из Восточной Европы говорит о том, что Русс-Инвест имеет некоторую премию в оценке по отношению к ним. Аналогичные проблемы возникают





при сопоставлении с аналогами по капитализации и по выручке. Таким образом, специфика в отрасли в настоящий момент чрезвычайно высока, что делает каждую компанию во многом уникальной по своему положению.

Учитывая высокую специфику деятельности эмитента и фактически зеркальную по пропорциональности структуру формирования прибыли по сравнению с банковскими бумагами, мы считаем получаемый при анализе вывод ориентировочным, однако, учитывая запаздывающее движение котировок компании, данный результат видится адекватным.

Таким образом, в среднем можно **принять имеющийся дисконт котировок эмитента порядка 32%** по отношению к целевому уровню и отметить, что выбираться он будет постепенно, **в течение нескольких кварталов.**

Результаты фундаментального анализа текущего положения и планов развития указывает на **положительную перспективу для деятельности эмитента.**

## Приложения

### История финансовых результатов и показателей эмитента

	2005	2006	2007	2008	2009
Выручка	989,11	1143,58	341,09	-1897,61	1768,35
Чистый процентный доход	166,49	183,35	162,65	151,79	114,54
Операционная прибыль	874,52	989,45	111,57	-2213,12	1402,69
Налог на прибыль	210,63	242,60	27,48	-476,17	280,68
Чистая прибыль	663,60	746,34	82,96	-1731,27	1120,64
Прибыль на акцию (базовая)	8,59	6,98	0,76	-15,88	10,32
Активы	4164,08	4929,62	5056,16	2900,29	4562,25
Обязательства	531,39	686,22	799,74	513,98	1011,54
Собственный капитал	3632,69	4243,41	4256,42	2386,31	3550,71

*Источник: Компания, Bloomberg, расчёты ИГ УНИВЕР Капитал*

**ООО «УНИВЕР Капитал»**

**Центральный офис:**

123317, г. Москва, Пресненская наб., д.10, Блок Б

**Телефон/факс:** +7 (495) 792-555-0

**Бесплатная линия:** 8-800-700-555-0

**E-mail:** [univer@univer.ru](mailto:univer@univer.ru)

**Интернет-сайт:** [www.univer.ru](http://www.univer.ru)

*Департамент аналитических исследований*  
*Head of Research*

**Александров Дмитрий, Ph.D.**

тел.: (495) 792-555-0 доб.4433

e-mail: [DAleksandrov@univer.ru](mailto:DAleksandrov@univer.ru)

*Департамент брокерского обслуживания*  
*Head of Brokerage*

**Григорьева Светлана**

тел.: (495) 792-555-0 доб. 3332

e-mail: [Grig@univer.ru](mailto:Grig@univer.ru)

**Представительства:**

344002, г. **Ростов-на-Дону**, пр-т Буденновский 26/57, офис 10, 13

Телефон: (863) 269-58-25, 269-54-08

E-mail: [rostov@univer.ru](mailto:rostov@univer.ru)

420021, г. **Казань**, ул. Татарстан 20, офис 300

Телефон: (843) 240-40-35

E-mail: [kazan@univer.ru](mailto:kazan@univer.ru)

410004, г. **Саратов**, ул. Чернышевского д. 60/62 «А» 3 этаж

Телефон: (8452) 34-44-44, 45-96-92

E-mail: [saratov@univer.ru](mailto:saratov@univer.ru)

Доводим до Вашего сведения, что информация, содержащаяся в настоящем обзоре, подготовлена на основании открытых источников, является мнением аналитиков, и все риски от решений, принятых на основании данного обзора, ложатся ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО на инвестора.

Not for USA and/or GB users.



---

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг, иных финансовых инструментов, опционов, фьючерсов или ценных бумаг, производных от этих активов (деривативов), не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала.

Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых Вами на основе настоящего документа, ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» ответственности не несет.

Необходимо принимать во внимание, что доход от инвестирования в определенные ценные бумаги или иные финансовые инструменты, если таковой имеет место, может варьироваться, а стоимость этих ценных бумаг и иных финансовых инструментов может повышаться или понижаться. Колебание курсов иностранных валют может оказать неблагоприятное влияние на курс, стоимость и доходность определенной ценной бумаги и иного финансового инструмента, упомянутых в настоящем документе.

Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультацией по вопросам налогообложения. Наша Компания настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации.

ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов компании и инвесторов, а также предотвращение ущерба интересам инвесторов.

Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал».

Воспроизводить, копировать, цитировать, а также делать выдержки из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал» запрещено.

© ООО Инвестиционная Группа «УНИВЕР Капитал». 2009

---

This research report is prepared by IG Univer Capital and is based on the information obtained from official public sources, which are reasonably deemed to be reliable and trustworthy. No special researches were carried out in order to elicit the fact that the information contained herein is inaccurate or incomplete. Analytical summaries and decisions contained herein are only the opinions of our specialists. Neither information nor any opinion expressed in this report constitutes a recommendation, an offer or an invitation to make an offer to buy or sell any securities, other investment or any options, futures or derivatives related to such securities or investments.

This research report does not provide any guarantees or promises of effectiveness (profitability) of your activities on the securities market. IG Univer Capital is not responsible for any fact of unreliability of the information contained in this document and for any measures taken by you while operating on the securities market on the basis of the above mentioned information.

It is necessary to take into consideration that any income related to such securities or other investments, if any, may fluctuate and that price or value of such securities and investments may rise or fall. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in this report.

No information relating to taxation discussed herein is a tax advice.

Investors are urged to seek tax advice based on their particular circumstances from an independent tax professional.

IG Univer Capital maintains strict internal policies, which are designed to manage any actual or potential conflicts of interest from harming the interests of investors.

Further information on the securities referred to herein may be obtained from IG Univer Capital upon request.

This report may not be reproduced, copied nor extracts taken from it, without the express written consent of IG Univer Capital.

For residents of the United States: IG Univer Capital is not registered as a broker or dealer with the SEC or NASD in the United States and the information may be distributed in the United States only to persons who by the acceptance hereof confirm that they are a major U.S. institutional investor as defined in Regulation 15a-16 of the Securities Exchange Act of 1934.

For residents of the United Kingdom and rest of Europe: IG Univer Capital is not registered with the FSA in the United Kingdom. Except as may be otherwise specified herein, this research report is communicated to persons who are qualified as market counterparties or intermediate customers (as defined in the FSA Rules) and is made available to such persons only. The information contained herein is not intended for, and should not be relied upon by, private customers (as defined in the FSA Rules).

Copyright ©, IG Univer Capital, 2009

---