

Дорожная карта российского фондового рынка на 2017 год

Российский фондовый рынок выходит из многолетнего боковика, но остается аномально дешевым даже по меркам развивающихся рынков. **В отличие от периода 2010-2014гг, когда акции также выглядели недооцененными, сейчас появились мощные драйверы, которые приведут к переоценке всего рынка и отдельных компаний.** Основные моменты:

- **Инвестиционный цикл в большинстве российских компаний завершается.** Затяжной период низких цен на некоторые сырьевые ресурсы привел к тому, что отрасли стали хронически недоинвестированными. Эффект вымывания за счет рыночных цен на сырье ниже себестоимости неэффективных производителей привел к появлению инвестиционных возможностей среди высокорентабельных российских компаний в отрасли горной добычи и металлургии.
- Бюджетный дефицит, к которому привело снижение цен на энергоресурсы, вынудил Минфин принять норму о направлении 50% прибыли (по МСФО или РСБУ, в зависимости от того что больше) на дивиденды для госкомпаний (и квази-госкомпаний, например, ФСК ЕЭС)
- **Компании больше ориентируются на рыночную капитализацию, чем на рост масштабов бизнеса.** Последние события на рынке и серия SPO сигнализируют о том, собственников крупнейших компаний волнует включение в специальные европейские и американские индексы, которые ориентируются на Россию, например, FTSE и MSCI Russia. Низкорентабельные зарубежные активы, купленные до кризиса 2008г, активно распродают, уровень долга снижается до комфортных значений, а free-float компаний продолжает расти
- Приватизация 2016-2018гг выводит на рынок интересные и уникальные активы, которые до недавнего времени были непубличными. Снижение доли государства и увеличения free-float превратит некоторые бумаги в настоящие голубые фишки
- Отток капитала из фондов, инвестирующих в Россию, непрерывно наращивался после 2008г и достиг пика в декабре 2014г. Резиденты также выводили свои средства в банковские депозиты, ОМС и валюту. Сейчас ситуация складывается противоположным образом – **доходность банковских депозитов продолжает падать (и, возможно, будет облагаться налогом), все основные виды активов сейчас дороги в «золотом» эквиваленте, а хранение денег в долларах и евро не принесли инвесторам в 2016г. радости. Но масштабного перехода капитала в рынок акций и облигаций еще не было, а дивидендная доходность голубых фишек превышает 10% годовых**

Цифры и факты на стороне терпеливого инвестора – момент для активных инвестиций сейчас подходящий, но не стоит покупать индекс ММВБ широким списком, в нем содержится немало дивидендных «ловушек» и стагнирующих отраслей. Скорее всего, индекс также существенно вырастет по итогам этого года. Но **наша задача - обогнать индекс, выбрав наилучшие компании в каждом секторе, дивидендных фаворитов и избегать будущей оценки компании исходя из ее прошлых результатов.**

ММВБ – дорого или дешево?



Индекс существенно вырос в прошлом году и закрепился за отметкой 2000 пунктов. Некоторые компании достигли своих исторических максимумов, и возникает вопрос: есть ли пузырь на рынке акций?

Компания	Прибыль в 2007	Прибыль в 2015
Сбербанк	106,5	222,9
Магнит	2,5	58,8
ЛУКОЙЛ	237,5	292,7
ГМК	131	106
Роснефть	316	355
Сургутнефтегаз	89	751
Газпром	695	805
ВТБ	38,7	1,7
МТС	51,8	53,1
АЛРОСА	16,2	32,2
Татнефть	43,3	98,9

Если не сильно увлекаться просмотром графиков, а изучить текущий бизнес компаний и его перспективы, то очевидно, что даже текущие максимумы выглядят неоправданно низкими. Прибыль по итогам 2015г. (компании только начинают отчитываться за 2016г – у многих рекорд по прибыли за 9 месяцев) значительно превышает прибыль 2008г, а цены вернулись к рекордным

уровням только спустя 8 лет. И это притом, что первая половина 2008г был пиком нашей экономики, а 2014-2015гг. – это ее дно или близкий к нему период.

Цены на сырье тогда были значительно выше, чем сейчас, но в некоторых отраслях (например, коксующийся уголь) уже начался разворот цикла. В таблице приведены только голубые фишки, прибыль менее крупных компаний выросла кратно, а цены еще далеки от пиковых значений. Компании сырьевого сектора производили инвестиции весь сложный период 2012-2015гг и только начинают получать отдачу. Объем производства и выручка уже приближаются к уровню 2007-2008гг, маржинальность стала выше, долг сокращается, а сырье еще остается на рекордно низком уровне.

Тем не менее, большинство частных и институциональных участников скептически относятся к перспективам рынка акций, и апеллируют к макроэкономической нестабильности, внешней политике и другим сложно прогнозируемым областям. Но не было еще периода, когда рост происходил из года в год и был очевиден всем. Если на акциях будет гарантия Минфина, что дивиденды будут 20 рублей с ежегодным приростом в 5 рублей, то такие акции не могут стоить 100 рублей, а будут стоить минимум 250. Конечно, таких гарантий не бывает, но объективные факты свидетельствуют о том, что прибыль и дивиденды компаний наших фаворитов существенно вырастут в 2017-2018гг. И всегда есть негативный информационный навес и сомнения, которые не дают достичь компании условно справедливой капитализации. Но по мере выхода финансовых отчетов и исчезновения страхов, котировки акций растут и сомневающиеся становятся новой движущей силой рынка.

Так было и с Grexit'ом и с Brexit'ом, а также в ноябре – на президентских выборах в США. Сейчас эти новости уже не занимают так много времени в информационной повестке. С текущими проблемами итальянских банков будет также. **Производство, прибыль и дивиденды будут расти – вот что важно, и пока скептиков больше, чем покупателей, можно предполагать, что рост рынка продолжится.**

Сравнение с другими инструментами инвестора

Капитала на российском фондовом рынке практически нет, после кризиса 2008г непрерывно шел отток средств, который замедлился лишь в последний год. А после событий в 2014г нерезиденты начали выводить средства в связи с политическим кризисом в отношениях с РФ. Такой отток привел к необоснованной недооценке и высокой дивидендной доходности (и это без учета роста курсовой стоимости в будущем) наших акций. Но как обстоят дела с другими активами, куда инвесторы все эти годы выводили деньги, полученные от продажи акций?

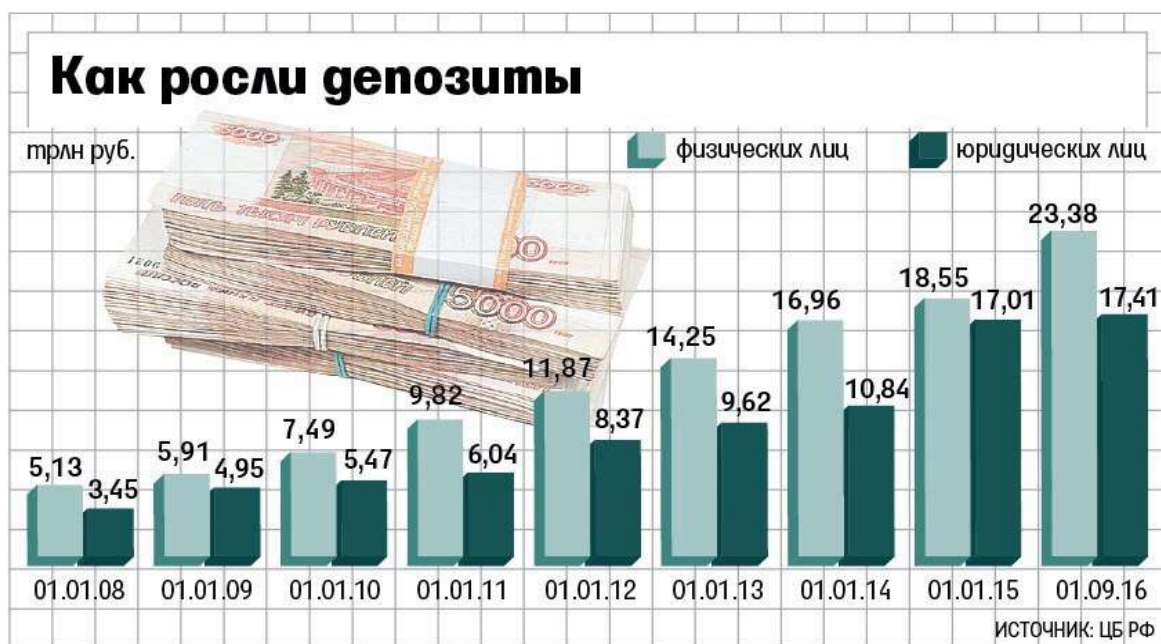
Банковские депозиты

Весь 2016г. ставки по банковским депозитам снижались вслед за ключевой ставкой, а политика сдерживания инфляции Центральным Банком подразумевает дальнейшее снижение ставки на протяжении 2-3 лет. Аналитики финансового сектора и сами банкиры ожидают от 2017г. продолжения тенденции в финансово-кредитной системе:

«Мы ожидаем, что рублевые ставки на банковском рынке в течение следующего года снизятся на 1,5-2 процентных пункта», - говорит начальник управления маркетинговой стратегии и исследований «ВТБ 24» **Дмитрий Лепетиков.**

Мощным драйвером фондового рынка будет постепенный переход капитала из банковских депозитов в более доходные инструменты. Шок после обвала на рынке ипотечных бумаг в США и последующее боковое движение ликвидных инструментов привели к избыточному

скоплению средств населения в депозитах банков. Сейчас сумма всех депозитов превышает капитализацию фондового рынка в несколько раз:



Но депозиты уже не такой привлекательный инструмент, как в конце 2014г. Ставки по ним устойчиво падают параллельно с ключевой ставкой. Если в 2015г % еще были двухзначные, то сейчас расстановка сил в условно надежных банках следующая:

Банк	6 месяцев		12 месяцев	
	700 000 руб.	3 млн руб.	700 000 руб.	3 млн руб.
Сбербанк	6,4	7,25	6,25	7
ВТБ 24	7,30	7,70	7,05	7,45
Газпромбанк	7,80	8,00	7,30	7,50
Альфа-банк	7,7	7,9	7	7,2
ВТБ Банк Москвы	7,00	7,50	7,20	7,85
Россельхозбанк	8	8	-	-
Бинбанк	8,1	8,2	7,65	7,75
Райффайзенбанк	6,0	8,0	6,5	7,5
Промсвязьбанк	8,25	8,5	8,25	8,5
Открытие	8,11	8,4	8,14	8,42

Банк	6 месяцев		12 месяцев	
	700 000 руб.	3 млн руб.	700 000 руб.	3 млн руб.
МКБ	8,5	8,5	9	9
Русский стандарт	8,5	8,5	9	9
Уралсиб	7,8	7,9	7,8	7,9
Траст	9,15	9,15	9,4	9,4
Росгосстрахбанк	8	8,1	8	8,1
Ренессанс Кредит	9,00	9,25	9,00	9,25

Источник: Ведомости, актуально на 19.01.2017г

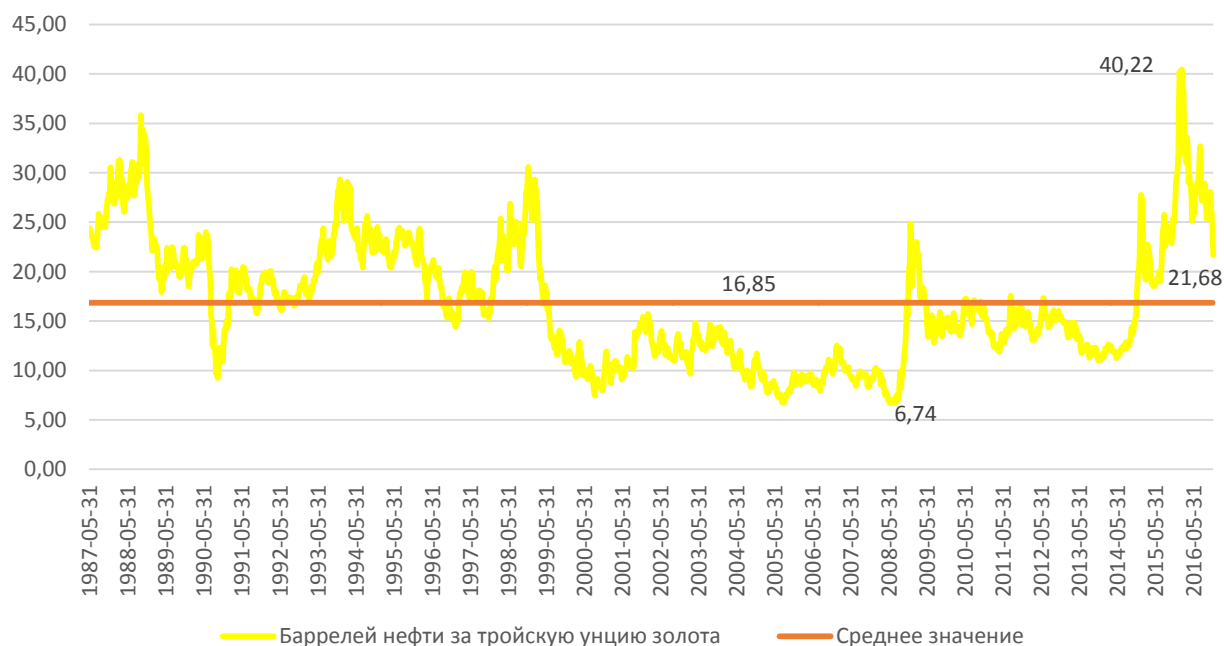
Средняя максимальная ставка в десяти банках, собравших больше всего средств физических лиц в рублевые вклады, с начала года снизилась на 1,7% до 8,40% (к III декаде 2016 г.), а ключевая ставка - на 1% до 10%.

Еще год назад в некоторых крупных банках можно было разместить рубли под 12,5-14% годовых, доллары - под 3,5-4%, а евро - под 3-3,5%. Получается, что реальная доходность депозитов (с учетом инфляции) сейчас в районе 1-3% и уже не выглядит привлекательной для большинства участников. Также банки не дают положить деньги под 7% на вклад больше года, подразумевая, что в следующем году ставки еще сильнее опустятся.

Как раз кстати под рукой оказываются дешевые и высокодоходные российские облигации, акции, новые услуги по налоговому вычету (при инвестициях более 3 лет) и планируемое освобождение от налогов % по купонам корпоративных облигаций.

Драгоценные металлы и ОМС

Золото, как и валюта, стала основным спасительным убежищем во всех последних локальных и мировых кризисах. Но высокая доходность в прошлом не означает скорейшего повторения доходности в будущем. За 30 летний промежуток, золото никогда не стоило так дорого в нефтяном выражении, как 1,5 года назад. И сейчас его стоимость значительно выше среднего значения:



Ценность такого индикатора в том, что он показывает циклы в мировой экономике в сжатом виде. При прочих равных, дешевая энергия и металлы означает рост экономики не сырьевых стран (а таких большинство). Сырье сейчас крайне дешево, и экономика и уровень благосостояния развитых стран растет быстрее, чем в прошлом десятилетии. Но золото подорожало очень значительно на иррациональных новостях. Т.е. по сути, происходит и рост экономики, и рост защитного актива, что идет не в пользу драгоценных металлов.

Мы ждем роста сырьевых товаров, сырьевые валюты также начали укрепление. Консервативный инвестор всегда может держать часть портфеля (10-15%) в золоте или его аналогах, чтобы в случае краткосрочной просадки на рынке продать защитный актив (обычно он в такие моменты дорожает) и купить подешевевшие ценные бумаги. Но чрезмерная доля золота в портфеле на среднесрочном горизонте чревата заморозкой капитала на растущем рынке акций и снижением рыночной стоимости самого золота.

Доллар

Год назад укрепление рубля сложно было представить, но есть все предпосылки того, что рубль будет укрепляться и дальше (или искусственно поддерживаться на текущих уровнях). Сейчас курс опустился ниже реальный курса в 60,5 рублей. Реальный курс доллара рассчитывается как отношение инфляции в России и США, но редко когда расчетный курс ЦБ равен реальному.

Казалось бы, что укрепление рубля негативно влияет на прибыль наших экспортеров. Но как показывает практика, цены на сырье растут значительно быстрее валютного курса. Курс также под давлением спекулятивной торговли carry trade, когда дешевые деньги занимают в странах с низкими % ставками и вкладываются в инструменты фиксированной доходности в странах с высокими ставками. Пока ключевая ставка в России 10% (а на западе и в Японии это около нулевые значения), доходность ОФЗ высокая, а сырье продолжает расти, то можно сказать, что рубль действительно находится под давлением.

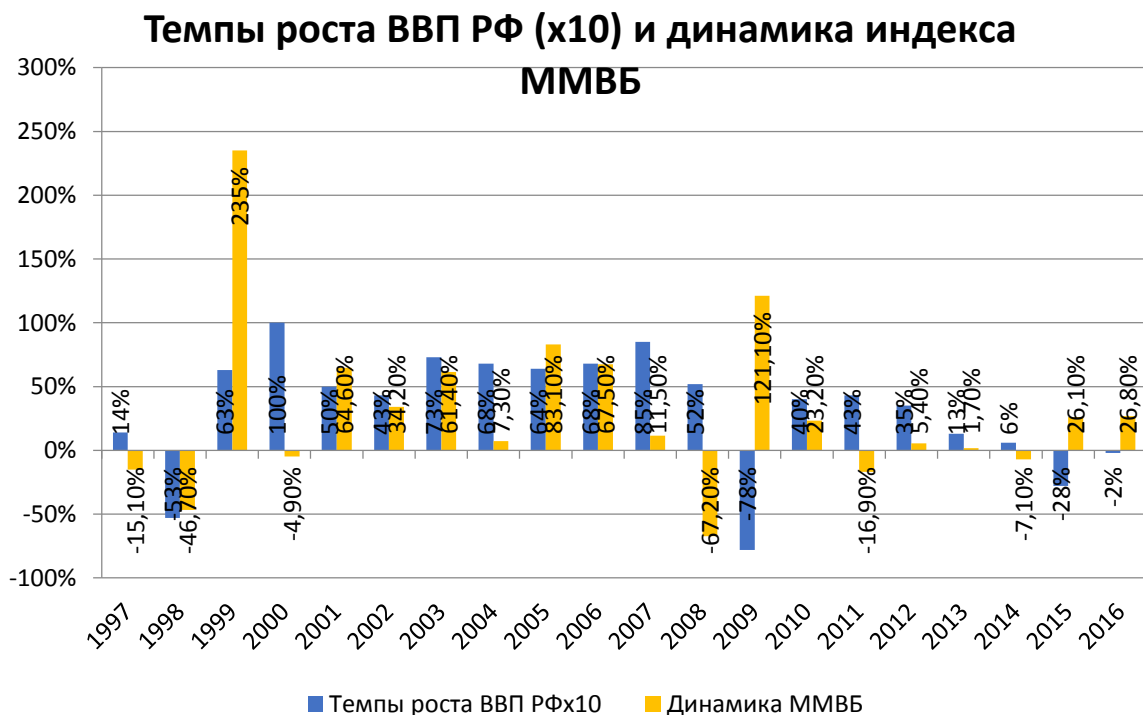


Тем не менее, мы предлагаем инвестировать большую часть средств в реальные активы, которые растут и генерируют прибыль, а также меньше подвержены непрогнозируемым макроэкономическим и политическим событиям.

Итог

Мы не знаем, какая часть людей, купивших доллар по 75-80 рублей, уже успела его продать, а кто только размышляет об этом. Не знаем и про момент перехода 40 трлн. рублей на депозитах во что-то более доходное, чем 1-2% в реальном выражении. Но точно знаем, что капитал всегда ищет и находит экономически оправданное место своего вложения. Время играет в пользу долгосрочного инвестора в фондовый рынок и даже если только 1/25 всех депозитов решит переложиться в акции с дивидендной доходностью от 10%, то эти деньги могут буквально залить рынок, что и должно случиться в будущем.

Позднее будут и новые пузыри (как Газпром в 2008г по 12 годовых EBITDA) и их сдувание, но пока ситуация благоприятная, а анализ основан не на прошлых данных (по ним как раз все выглядит спорно), а на прогнозе будущих результатов компаний. По итогам этого года ожидается существенный рост в промышленности, сельском хозяйстве, финансовой отрасли и, соответственно, ВВП страны. В новейшей истории было не так уж и много годов, когда рост темпов ВВП не происходил вместе с ростом фондового рынка:



Disclaimer

Приведенная информация не содержит инвестиционных советов, предоставляется исключительно в информационных целях и не является консультацией, офертой, требованием, просьбой или рекомендацией продать, купить или предоставить (напрямую или косвенно) какие-либо бумаги или производные инструменты. Вся информация получена из открытых источников, признанных надежными, однако ООО «Пермская фондовая компания» не несет ответственности за достоверность данных, приведенных в данном отчете. Будет также считаться, что любой инвестор, получивший данную информацию, составил собственное мнение относительно перспектив инвестирования в те или иные инструменты, упомянутые выше, и действовал на основании этого мнения. ООО «Пермская фондовая компания» снимает с себя любую ответственность за прямой или косвенный ущерб, потери или издержки, которые могли возникнуть вследствие использования информации, приведенной в данном обзоре.

ООО «Пермская фондовая компания»

Трейдеры (342) 255-40-23, 210-59-76