

СТРАТЕГИЯ НА ВТОРОЕ ПОЛУГОДИЕ 2021 ГОДА

Экономика: Деловая активность восстанавливается, и консенсус-прогноз предполагает рост мировой экономики по итогам 2021 года сильнейшими темпами за десятилетие. Процесс вакцинации в развитых странах позволяет снимать карантинные ограничения, однако неопределенность относительно устойчивости вакцин к новым штаммам пока сохраняется.

Глобальные рынки: Тенденция к росту доходностей на глобальных рынках, проявившаяся в первом квартале, в последние месяцы не получает продолжения. Фондовые рынки преимущественно находятся на максимумах. Текущий уровень риск-премий для индекса S&P 500 свидетельствует о дороговизне рынка, однако говорить о масштабном перегреве пока все же рано (пикам прошлых циклов соответствовали еще более низкие премии за риск).

Приоритетные направления: В условиях, когда риск-премии постепенно сжимаются, мы склонны делать акцент на активах, в цены которых на текущий момент заложено меньше позитива (соответственно, имеется и меньше потенциала для негативного сюрприза). По-прежнему считаем, что Value-акции и акции сырьевых компаний имеют лучшее соотношение потенциальной прибыли и риска, чем популярные growth-истории.

Российский рынок: Российский рынок акций – бенефициар роста цен на сырьевые активы. По нашим оценкам, при сегодняшних ценах на сырье ряд нефтегазовых и металлургических компаний РФ могут по итогам 2021 года обеспечить инвесторов двухзначной дивидендной доходностью. В секторальном разрезе на текущий момент выделяем акции сырьевых экспортеров (преимущественно нефтегазовых компаний) и компаний из внутренних секторов с высокой доходностью денежного потока для акционеров и наличием драйверов для переоценки акций.

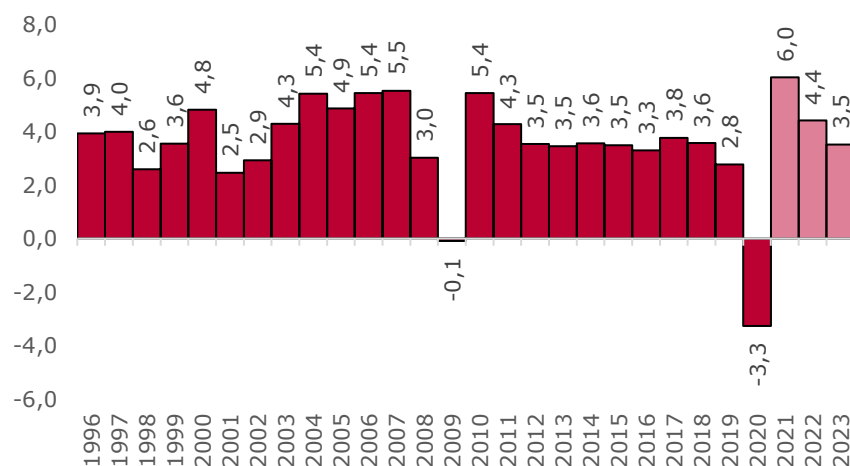


КРАТКОСРОЧНЫЙ КРЕДИТНЫЙ ЦИКЛ

Идея старта восстановительной части краткосрочного кредитного цикла, а которой мы говорили в годовой стратегии на 2021 год подтверждается. Во втором квартале большинство стран с развитой экономикой по мере прогресса в процессе вакцинации снимали основные коронавирусные ограничения, что способствовало восстановлению деловой активности.

Обновленные прогнозы ведущих финансовых институтов свидетельствуют об ожиданиях максимальных темпов роста мирового ВВП в 2021 году – если в конце прошлого года экономисты ожидали роста мировой экономики в этом году в среднем на уровне 5,2%, то текущий консенсус-прогноз Bloomberg предполагает рост мирового ВВП сразу на 6% (заметно выше чем при восстановлении после кризиса 2008 года, однако и падение ВВП в кризисный год в 2020 году было заметно более выраженным). Повышенные темпы роста в сравнении с привычными для прошлого десятилетия ожидаются и в 2022 году.

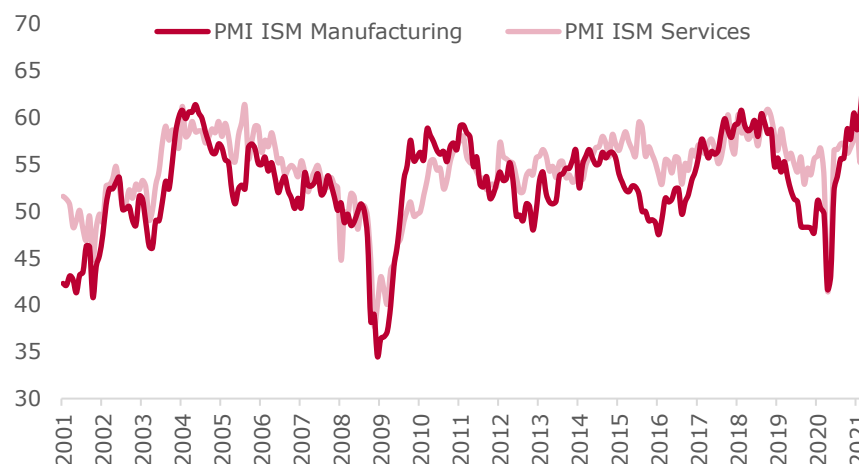
ГРАФИК 1: Темпы роста мировой экономики



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Если говорить об американской экономике, то, например, Федрезерв в июньском варианте прогнозов оценивал предполагаемый рост ВВП в 2021 году на 7%, ожидая при этом снижения уровня безработицы до 4,5% (примерно соответствует уровням 2017 года). Индексы деловой активности в Штатах находятся сейчас вблизи максимумов за последние десятилетия. Мы по-прежнему отмечаем, что все прогнозные оценки темпов роста носят сейчас условный характер, поскольку сильно зависят от процесса полного снятия карантинных ограничений и возвращения сотрудников на рабочие места, но тем не менее уверенности в позитивном сценарии на текущий момент стало больше, чем было в конце прошлого года.

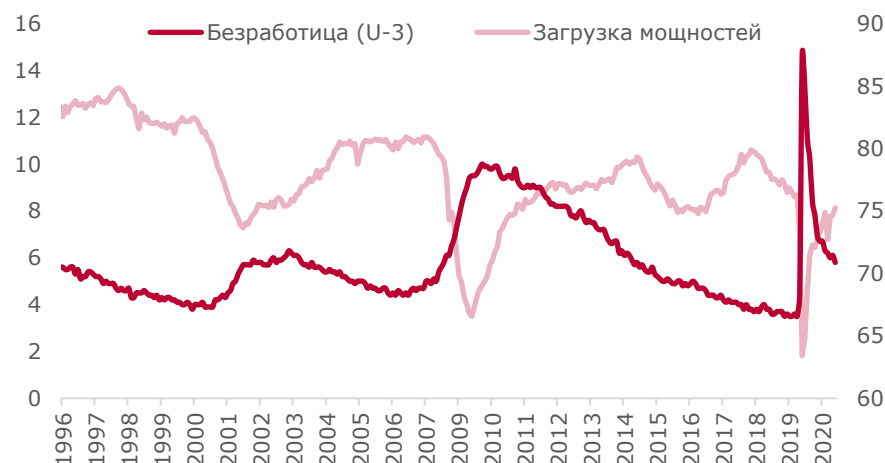
ГРАФИК 2: Индекс деловой активности в США



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

К текущему моменту уровень безработицы в Штатах опустился до 5,8%. Число открытых вакансий на американском рынке труда по последним цифрам составляло 9,29 млн человек, что близко к официальному количеству безработных. Сохраняющиеся фискальные стимулы пока по-прежнему уменьшают мотивацию неработающих граждан искать работу, а конкуренция за работников среди работодателей может приводить к сохранению тенденции к росту заработных плат (проинфляционный фактор).

ГРАФИК 3: Трудовые и производственные мощности в США

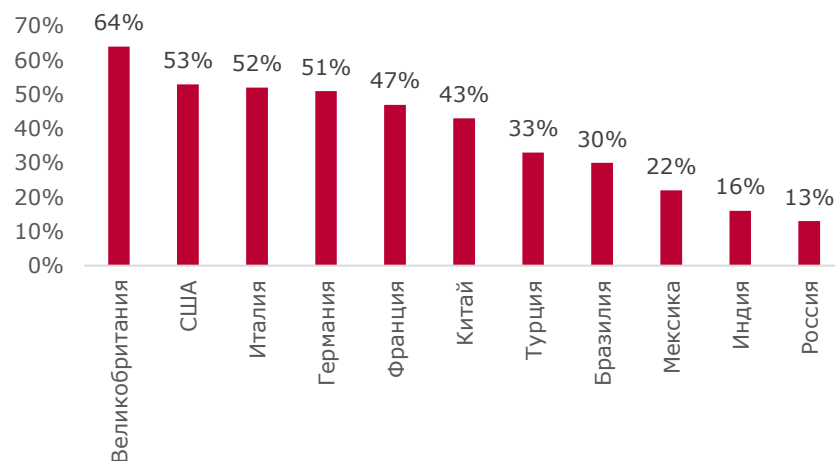


Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

КОРОНАВИРУС

В большинстве развитых стран процесс вакцинации проходит в благоприятном ключе, что позволяет снимать карантинные ограничения. На 20 июня хотя бы одну дозу вакцины получили 63% граждан Великобритании, 53% граждан США, около 50% граждан крупных европейских стран. При этом страны с развивающимися экономиками не могут похвастаться столь высокими темпами – к 20 июня минимум одну дозу вакцины получили 43% граждан Китая, 33% граждан Турции, почти 30% граждан Бразилии, 22% граждан Мексики, 16% граждан Индии и 13% граждан России.

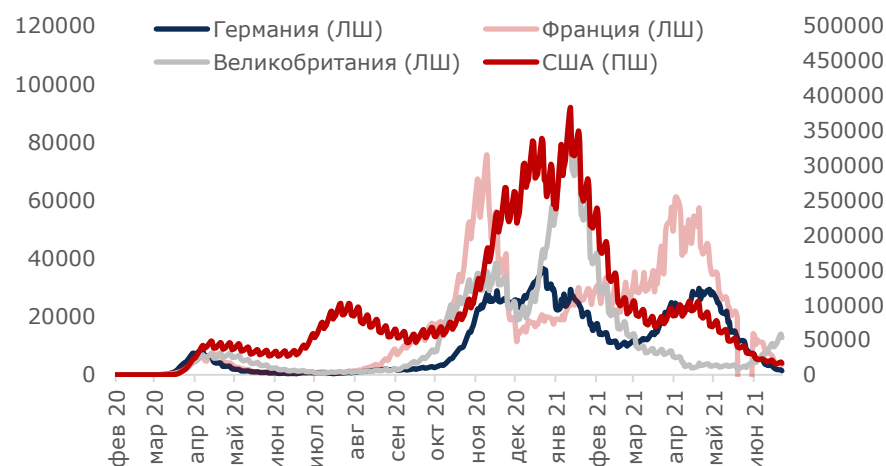
ГРАФИК 4: Доля граждан, получивших минимум одну дозу вакцины на 20 июня



Источник: Ourworldindata, УК МКБ Инвестиции

Что касается числа новых заболевших, то успех в вакцинации позволил существенно сократить число новых выявленных случаев в развитых странах, при этом в отдельных развивающихся странах, например, России, с июня число выявленных кейсов вновь начало расти. Из развитых стран с относительно высокой долей вакцинированных граждан число новых заражений заметно подрастает в Великобритании, что связывается прежде всего с новым «индийским» штаммом, однако рост числа кейсов на текущий момент не транслируется в рост госпитализаций. Вопрос устойчивости вакцин к новым штаммам на текущий момент, похоже, является определяющим.

ГРАФИК 5: Число выявленных заболеваний Covid-19 в сутки



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

В базовом сценарии мы исходим из того, что процесс снятия карантинных ограничений в развитых странах будет продолжаться и новых полноценных локдаунов в ведущих экономиках (США, крупнейшие страны ЕС, Китай) больше не будет. Однако на текущий момент полной уверенности в таком сценарии нет, и риски сохранения ограничений в ключевых регионах пусть и в более усеченной версии пока сохраняются.

МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА

На фоне восстановления деловой активности и позитивных прогнозов монетарная политика ведущих центральных банков остается мягкой. За прошедшие с начала года четыре заседания Федеральный резерв, разумеется, оставил базовую процентную ставку без изменения, при этом символически повысив в июне ставку по избыточным резервам с 0,1% до 0,15%. Программа выкупа активов на баланс регулятора продолжается темпами в 120 млрд долл/месяц, и только с наступлением лета внутри комитета начала активизироваться дискуссия относительно целесообразности постепенного сворачивания объема QE.

Ключевой аргумент сторонников сворачивания программы – рост инфляции. Последние три релиза месячной инфляции в США (данные за март, апрель и май) продемонстрировали резкий рост CPI в годовом выражении до 5% и рост базового показателя, очищенного от наиболее волатильных данных, до 3,8% (публикация обоих показателей все три месяца превышала уровни консенсус-прогнозов). Частично столь ощутимый рост инфляции – результат эффекта низкой базы, сложившейся в аналогичный период прошлого года на фоне введения карантинных ограничений. Однако тот факт, что даже в месячном выражении цены растут достаточно сильно (рост на 0,6-0,8% CPI каждый месяц в марте-мае, и рост на 0,9-0,7% базового компонента в апреле и мае) – определенно свидетельствует о повышенном инфляционном давлении.

ГРАФИК 6: Индекс потребительских цен в США г/г.



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Если говорить про рыночную оценку инфляционных ожиданий, то резкий рост этого показателя в первой половине года стал одним из драйверов роста доходностей на долговом рынке. Так спред между доходностями десятилетних treasuries и TIPS вырос с 2% в конце декабря до 2,5% в середине мая (максимумы с 2012-2013 гг.), а сами доходности десятилетних UST, еще в конце прошлого года находившиеся на уровне ниже 1%, уже к концу первого квартала достигли диапазона 1,6-1,8%, но вернулись ниже 1,5% в июне.

ГРАФИК 7: Доходность десятилетних treasuries и инфляционные ожидания



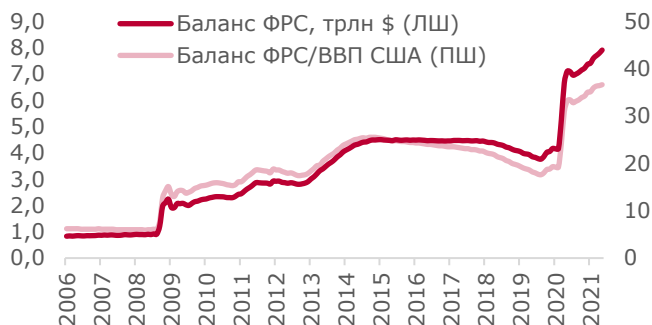
Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Помимо компонента инфляционных ожиданий, второй составляющей в определении доходности treasuries являются ожидаемые уровни реальной ставки (в данном примере исходим из уравнения: доходности UST = доходности TIPS + инфляционные ожидания). В связи с этим, помимо макротрендов огромное значение в динамике доходностей на долговом рынке играют действия Федрезерва, риторика представителей которого пока свидетельствует о намерении придерживаться текущего мягкого монетарного курса.

Ключевым аргументом для сторонников данной теории внутри Федрезерва является отсутствие уверенности в длительности сохранения текущего инфляционного давления. «Мантра» о том, что инфляция – временная, неоднократно упоминалась в выступлениях главы ФРС Джерома Пауэлла и его сторонников внутри FOMC. С нашей точки зрения, на данный момент можно констатировать следующее – резкий рост инфляции в последние три месяца действительно частично был обусловлен эффектом низкой базы прошлого года, который себя исчерпал (теперь даже, напротив, впереди три месяца относительно высокой базы, в течение которых годовой показатель может локально снизиться), однако сохраняющийся у населения огромный объем сбережений (оценить его крайне проблематично, но по некоторым оценкам только у американских домохозяйств он может составлять около 3 трлн долл.) и высокая конкуренция работодателей за работников теоретически еще могут оказывать некоторое повышательное давление на цены во втором полугодии.

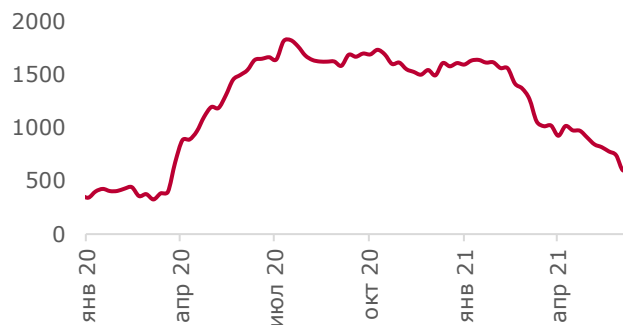
Чуть большая ясность в вопросе долговременности инфляции, вероятно, появится в течение ближайших месяцев. Члены Федрезерва получают больше данных, и, возможно, к августовскому ежегодному симпозиуму в Джексон-Хоул придут к консенсусу относительно перспектив сворачивания программы количественного смягчения. На текущий момент риторика наиболее «ястребино» настроенных представителей ФРС свидетельствует об их намерении начать сокращать объемы покупок облигаций с 4 кв. 2021 – 1 кв. 2022 г. Пока же баланс регулятора продолжает активно разрастаться.

ГРАФИК 8: Баланс ФРС США



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

ГРАФИК 9: Баланс Минфина США на счетах ФРС, млрд долл.

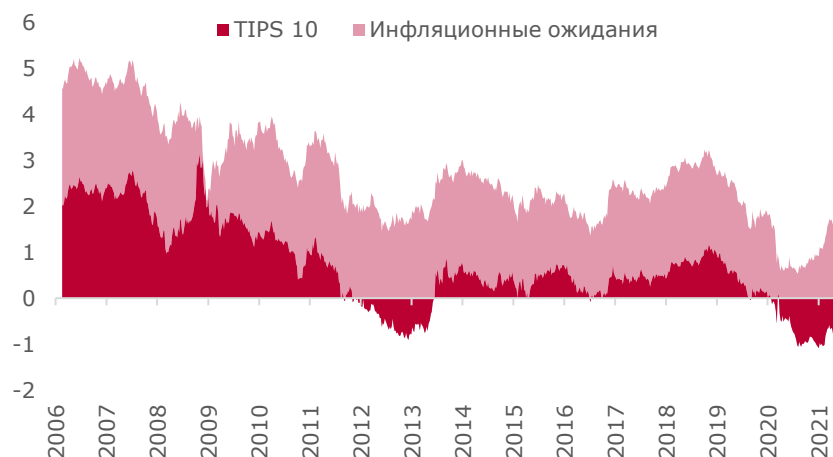


Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Дополнительную поддержку ликвидности в последние месяцы оказывало сокращение остатков Минфина на счетах в ФРС. Если в январе объем остатков превышал 1,6 трлн долл., то к середине июня показатель опустился ниже 600 млрд долл. (это даже ниже ориентира в 800 млрд долл. на конец полугодия, которые ранее обозначал Минфин). О том, что на рынке действительно наблюдается избыток ликвидности, свидетельствуют, например, рекордные объемы операций обратного РЕПО о/п, превысивших к концу июня уровень в 990 млрд долл.

С нашей точки зрения, именно большой объем ликвидности является одним из ключевых факторов, оказывающих в последние месяцы давление на уровень реальных ставок. За первый квартал уровень доходности десятилетних TIPS подрос от (-1,1-1%) до (-0,7-0,6%), однако в мае-июне вновь вернулся в район (-0,9-0,8%). График ниже демонстрирует насколько низки эти уровни относительно исторических средних.

ГРАФИК 10: Уровень реальных ставок и инфляционные ожидания



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Нашей базовой гипотезой является умеренный рост реальных ставок во втором полугодии на фоне старта обсуждения сокращения программы выкупа активов, ухода фактора активных трат Минфином остатков на счетах и сохраняющихся высоких объемов предложения treasuries. Вопрос возможного старта подъема ставки ФРС вряд ли будет актуален как минимум в ближайший год — последняя точечная диаграмма FOMC показывает, что только 7 членов комитета из 18 прогнозируют подъем ставки в 2022 году, 13 из 18 ждут ставки выше текущих в 2023 году.

Резкий рост ставок в длинном конце treasuries в первом квартале этого года не привел к какому-либо существенному давлению на другие сегменты рынка — корпоративные

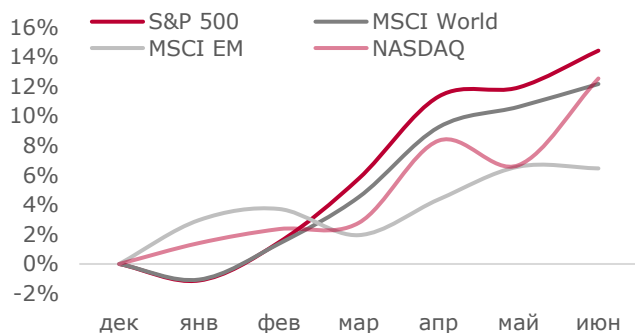
спреды и investment grade, и high yield не расширялись, коррекция на рынке акций было лишь локальной. В нашем базовом предположении новая потенциальная волна роста доходностей treasuries также не должна оказывать значительное негативное влияние на другие сегменты рынка, при условии ее умеренности. Аккуратность Федрезерва настраивает инвесторов, что процесс ужесточения монетарного курса будет проходить только при полной уверенности в устойчивости экономического роста, и при появлении первых признаков нестабильности ФРС может вернуться к мягкому курсу.

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

Фаза ускорения темпов экономического роста в сочетании с повышенной, но сохраняющейся в разумных рамках инфляцией традиционно большую часть времени благоприятна для рынков акций и негативна для облигационных рынков. Подобную ситуацию мы видели и в первом полугодии – мировые фондовые индексы стремились к новым максимумам, в то время как облигационные портфели (особенно в сегменте облигаций инвестиционного уровня) преимущественно демонстрировали умеренные убытки.

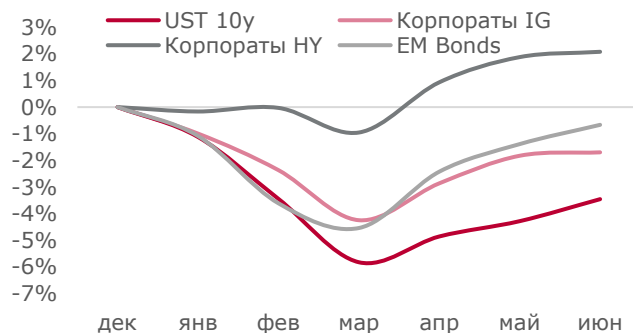
По итогам полугодия американский фондовый индекс S&P 500 прибавил 14%, индексы MSCI World и MSCI EM прибавили 12% и 6% соответственно. Если говорить про облигационные индексы, то лишь High Yield завершает полугодие ростом на 2,1%, в то время как treasuries, корпоративные облигации инвестиционного уровня и бонды EM в первом полугодии дали минус.

ГРАФИК 11: Доходность рынков акций



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

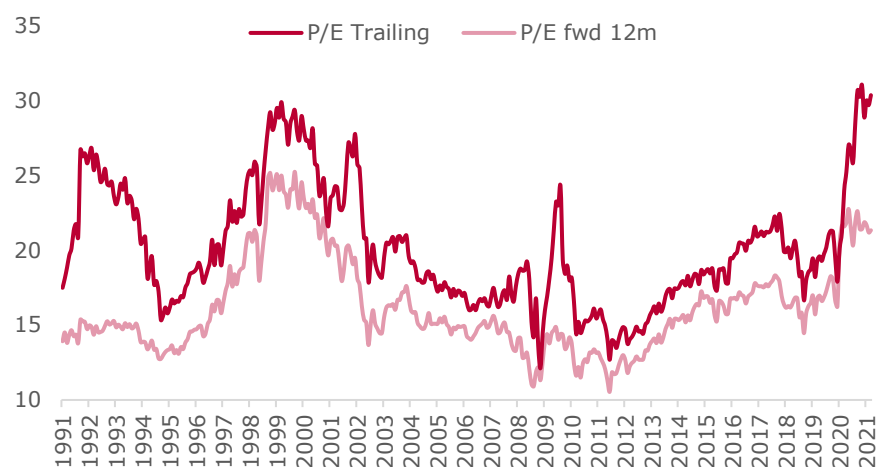
ГРАФИК 12: Доходность рынков облигаций



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Основные мультипликаторы американского рынка акций продолжили движение в сторону новых максимумов – так, трейлинговый показатель P/E для индекса S&P 500 к концу полугодия находится вблизи отметки в 30х., что даже выше уровней пика доткомов в 1999-2000 гг.

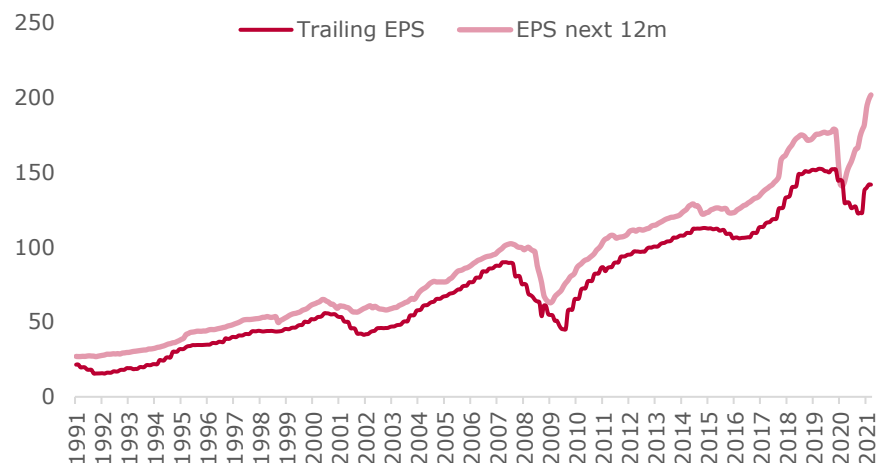
ГРАФИК 13: Мультипликаторы американского рынка акций



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Если же говорить про форвардные показатели, то здесь картина чуть лучше за счет ожидаемого сильного роста показателя прибыли на акцию в ближайший год на фоне ухода слабых 2-3 кв. прошлого года, однако и форвардные мультипликаторы на текущий момент сильно выше исторических средних.

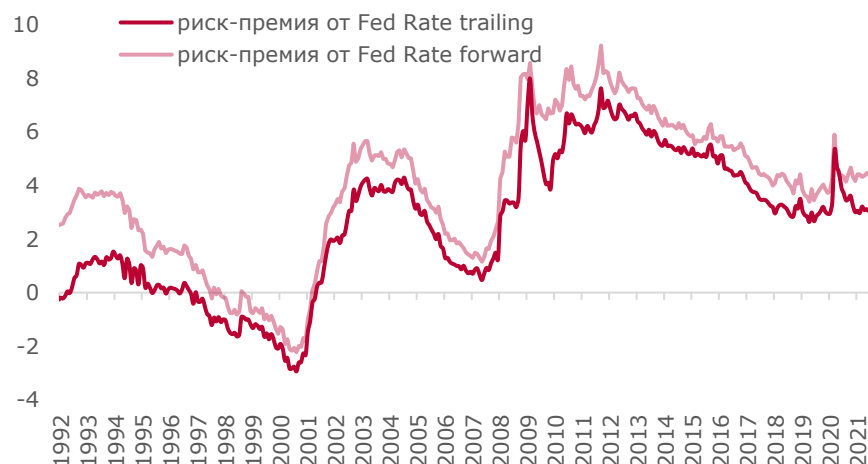
ГРАФИК 14: Прибыль на акцию для S&P 500



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Как и в нашей прошлой стратегии мы повторяем наш тезис, заключающийся в том, что ключевым фактором, поддерживающим высокие мультипликаторы рынка акций, является низкая доходность альтернативных вложений – в частности, облигационного рынка. Текущие уровни риск-премий для индекса S&P 500 находятся на уровнях 2017-2019 гг., что определенно сильно ниже среднего уровня за прошлое десятилетие, но пока еще заметно выше уровней, соответствующих пикам прошлых кредитных циклов за исключением 2020 г.

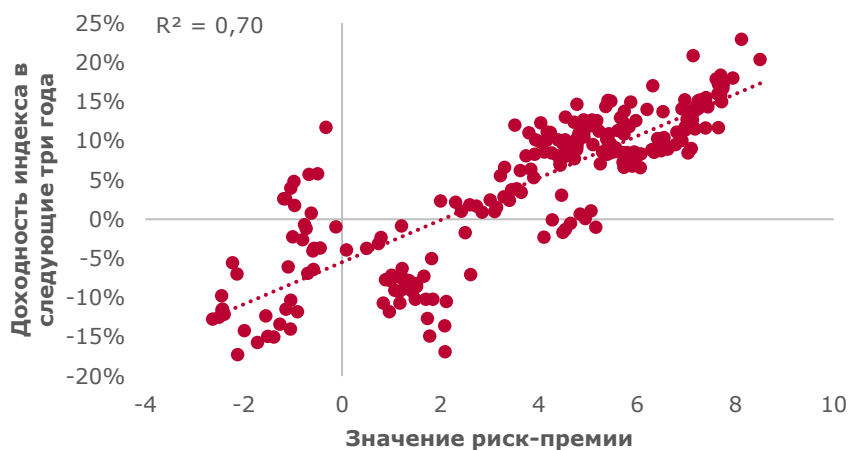
ГРАФИК 15: Риск-премия для S&P 500



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Значение уровня риск-премии вряд ли применимо к оценке будущих доходностей рынка на горизонте ниже одного года, но начинает коррелировать с будущими результатами на горизонте от трех лет. По использованной методологии текущий размер риск-премии для S&P 500 составляет чуть более 3%, и исторически при подобном уровне премии за риск на горизонте следующих трех лет рынок демонстрировал динамику хуже среднего – рост всего на 4,5% годовых в номинальном выражении (2-3% в реальном выражении) и, как правило, инвесторам в такой период приходилось встретиться с ощутимыми коррекциями на этом горизонте. Если же на горизонте ближайших трех лет ожидать рост коротких ставок в США (например, роста ставки ФРС до 1,5-2%), то ожидаемая будущая доходность S&P 500 при текущем уровне мультипликаторов опускается ближе к нулю.

ГРАФИК 16: Будущая доходность и уровень риск-премий



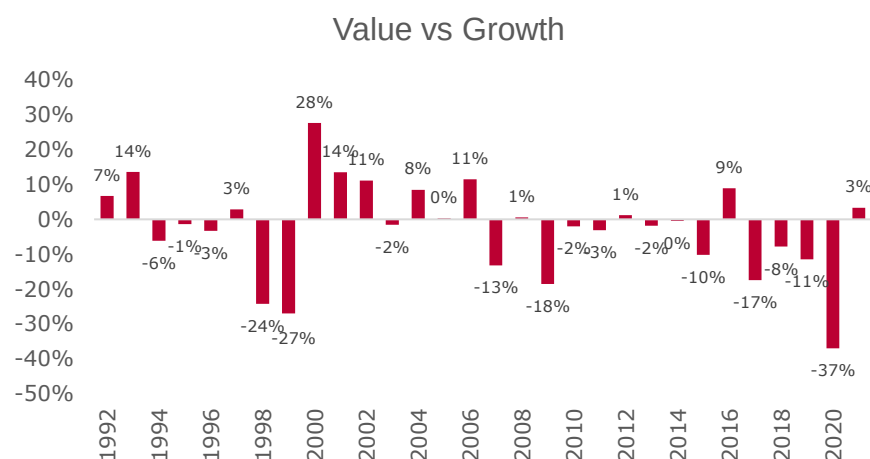
Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Если разбирать рынок акций на ключевые сегменты, то в первом квартале определенно бросалось в глаза опережение компаний, относящихся к стратегии Value, над акциями роста. Разрыв между этими стратегиями еще в марте-мае составлял около 10%, однако к концу июня на фоне локального снижения доходностей treasuries опустился всего до 3%. Позитивная динамика value-сегмента ожидалась нами в прошлой стратегии, и пока мы сохраняем этот взгляд на ближайшие месяцы.

Доходность treasuries является одним из ключевых компонентов ставки дисконтирования поэтому ее рост более критичен для компаний с отложенными денежными потоками, чем для компаний, которые генерируют высокий уровень дохода для акционеров уже сегодня.

Ключевым риском для стратегий Value, которые на сегодняшний день наполнены в основном циклическими компаниями, с нашей точки зрения, является возможность более медленного выхода экономики из карантинных ограничений (например, на фоне возникновения новых волн роста заражений из-за новых штаммов), однако в любом случае дисбаланс между акциями стоимости и роста накапливался продолжительный период времени, поэтому определенная «маржа безопасности» в акциях стоимости на текущий момент присутствует.

ГРАФИК 17: Спред между доходностями стратегий Value и Growth

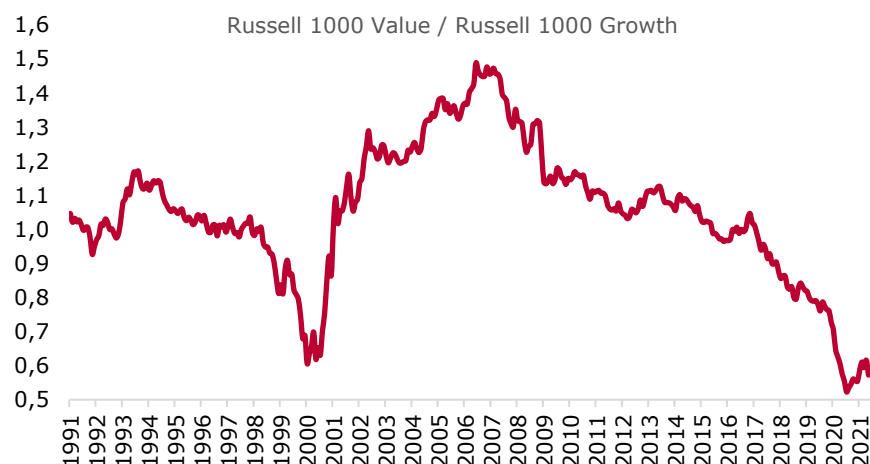


Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Говоря о событиях на глобальных рынках, применительно к рынку российскому, мы обращаем внимание прежде всего на ключевые факторные дефиниции российского рынка. Российский рынок акций - это классический пример emerging markets с преобладанием циклических секторов и компаний с высокой отдачей на капитал, поэтому межрыночные соотношения динамики развивающихся рынков против рынков развитых, акций стоимости против акций роста и сырьевых акций против широкого рынка выступают для нас инструментом описания внешнего фона.

В нашей прошлой стратегии мы обращали внимания, что к осени 2020 года три отслеживаемых нами межрыночных соотношения поставили многолетние экстремумы, и с ноября прошлого года два из трех соотношения начали меняться в благоприятную для российских инвесторов сторону.

ГРАФИК 18: Акции стоимости против акций роста



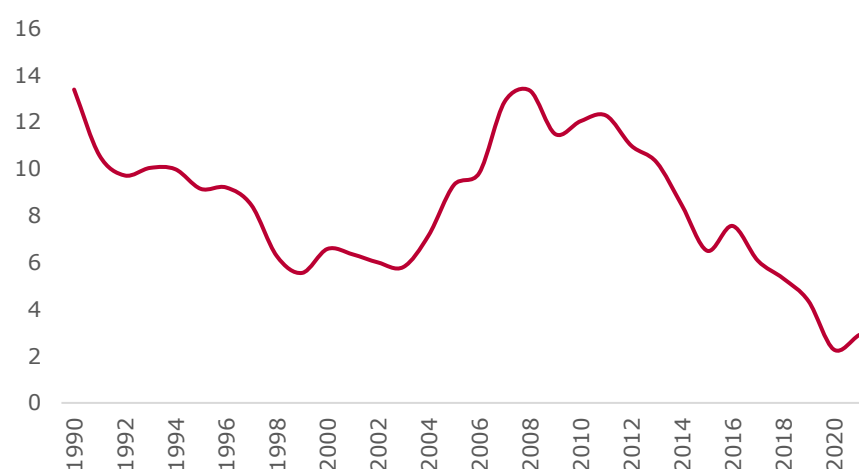
Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

ГРАФИК 19: Развивающиеся рынки против рынков развитых



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

ГРАФИК 20: Доля сектора Energy в индексе S&P 500



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Мы по-прежнему придерживаемся теории возврата к средней и на среднесрочном горизонте видим основания для позитивной динамики стратегий, предполагающих инвестиции в развивающиеся рынки, акции сырьевых компаний и группу

развивающихся рынков. При этом мы повторяем, что данная теория применима к относительно долгосрочным движениям рынка, и не факт, что ставка на данные сегменты будет оправдывать себя конкретно во втором полугодии.

Выводы по части «глобальные рынки»:

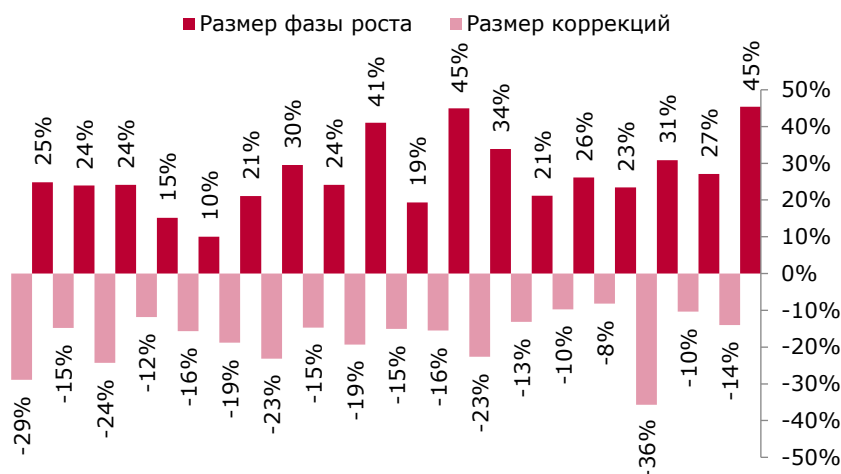
- По мере снятия карантинных ограничений мировая экономика быстро восстанавливается. Тема коронавируса остается значимым риском для деловой активности, но рыночный консенсус предполагает дальнейшее восстановление во втором полугодии 2021 года.
- На долговом рынке доходности treasuries резко выросли в первом квартале этого года, но к значительному влиянию на другие сегменты рынка это пока не привело. Уровни реальных ставок остаются вблизи многолетних минимумов. При обсуждении Федрезервом возможности сокращения объемов программы выкупа активов и старту реализации этого процесса уровень реальных ставок может умеренно подрасти.
- Глобальные рынки акций находятся вблизи своих максимальных значений. Текущий уровень риск-премий для индекса S&P 500 свидетельствует о его дороговизне, однако говорить о масштабном перегреве широкого рынка пока все же рано (пикам прошлых циклов соответствовали еще более низкие риск-премии). В текущих условиях нам представляется рациональным акцентироваться на компаниях, способных уже сейчас генерировать повышенную доходность денежного потока для акционеров.

РОССИЙСКИЙ РЫНОК

По итогам первого полугодия 2021 года индекс Мосбиржи прибавил 16,8%, индекс РТС вырос на 19,2%, обновив максимумы с 2012 года. Сравнивая результаты российского рынка акций с другими emerging markets, видим, что акции РФ в первом полугодии были в числа лидеров (для сравнения страновые индексы MSCI Бразилии, Мексики, Индии, ЮАР за полугодие прибавили 6-14%, отдельные EM, например, Турция, и вовсе завершили полугодие снижением).

С ноября 2020 года на российском рынке наблюдается фаза роста, размер которой к середине июня стал максимальным за прошедшее десятилетие.

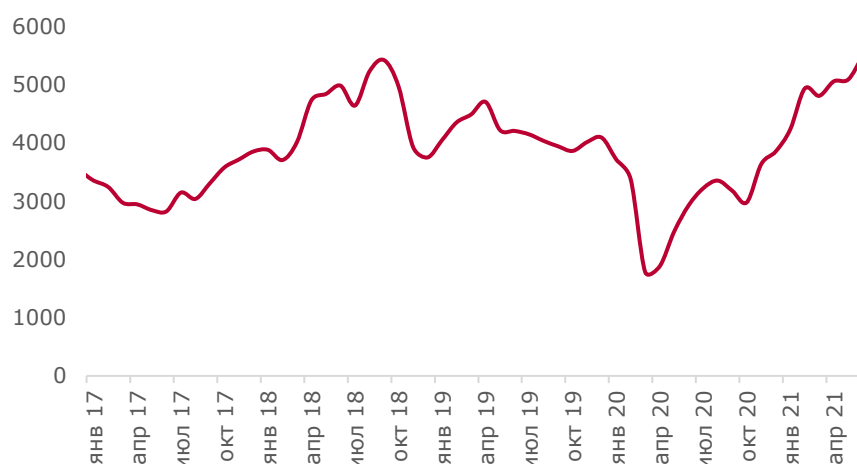
ГРАФИК 21: Фазы роста/коррекций индекса МосБиржи



Источник: УК МКБ Инвестиции

Ключевым фактором поддержки российского рынка в последние месяцы является рост цен на сырьевые активы. С начала года цены на нефть марки Brent выросли на 44%, цены на никель прибавили 10%, медь выросла на 22%, палладий – на 13% цены на алюминий – на 28%. С учетом того, что рубль остается сравнительно слабым (по нашей модели, при сегодняшних ценах на нефть и текущем уровне ключевых макропоказателей, равновесный курс пары доллар/рубль расположен ниже отметки в 70 руб/долл.), цены на нефть в рублевом выражении вплотную подошлись к историческим максимумам.

ГРАФИК 22: Цены на нефть марки Brent в рублях



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Рост цен на сырьевые активы оказывает мощную поддержку финансовым показателям российских сырьевых компаний. Если к концу июня трейлинговый показатель прибыли на акцию для индекса МосБиржи по оценке Bloomberg составлял около 350 пунктов, то форвардный показатель на следующие двенадцать месяцев находится на новых максимумах (район 570 пунктов). В связи с этим, форвардный мультипликатор P/E на следующие 12 месяцев для индекса МосБиржи составляет около 6,7х., что также выше среднего уровня за прошлое десятилетие, однако вполне оправдано в условиях более низких доходностей альтернативных инструментов. Так, для примера на российском рынке акций средний уровень чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов акционерам, по нашей оценке, на текущий момент близок к 50%, что обуславливает форвардную дивидендную доходность на уровне 7-7,5% (выше уровня доходности ОФЗ

на коротком и среднем участке и сопоставимо с доходностями корпоративных бумаг по индексу IFX-Cbonds).

ГРАФИК 23: EPS для индекса МосБиржи



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

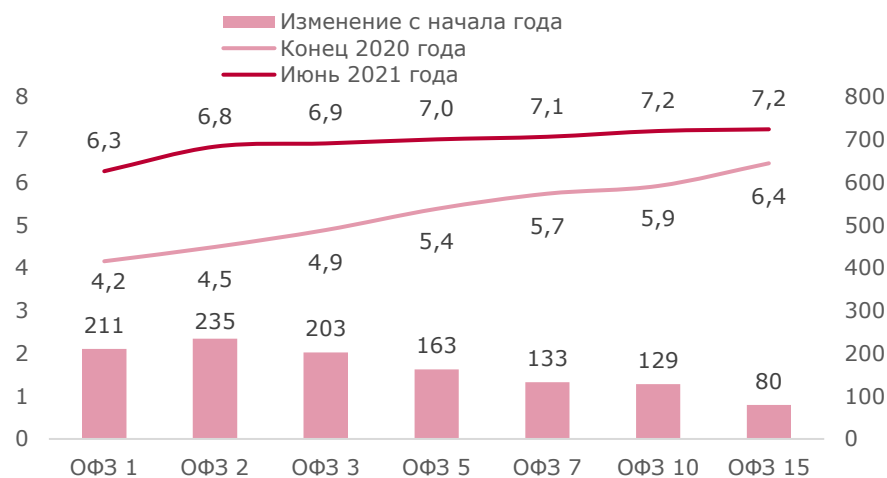
ГРАФИК 24: Мультипликаторы российского рынка акций



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Сравнивая доходность российских акций с уровнем ставок, необходимо поговорить и про перспективы последних. Рост инфляции в РФ, старт процесса нормализации денежно-кредитной политики Банком России и общемировая тенденция к росту ставок способствовали заметному росту доходностей на российском долговом рынке в первом полугодии.

ГРАФИК 25: Изменение кривой ОФЗ



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

Более сильный рост был замечен на коротком конце ОФЗ, что обусловлено прежде всего действиями Банка России – регулятор за первое полугодие поднял ключевую ставку с 4,25% до 5,5%, и его риторика, с нашей точки зрения, свидетельствует о дальнейшем повышении ставок в ближайшие месяцы. В базовом сценарии мы ожидаем поднятия ставки еще на 50 б.п. на июльском заседании и видим высокую вероятность движения ключевой ставки до 6,5-6,75% в рамках второго полугодия.

По нашим оценкам, рост доходностей ОФЗ, который произошел в последние месяцы во многом уже учитывает перспективы поднятия ключевой ставки. На текущий момент доходности двухлетних ОФЗ находятся на уровне вблизи 6,5%, и с учетом того, что банковская система остается в состоянии профицита ликвидности при сценарии пика по ключевой ставке на уровне 6,5-6,75% большого апсайда в дальнейшем росте доходностей короткого конца мы скорее не видим. Если же текущие действия ЦБ по подъему ставки не смогут стабилизировать инфляцию, и регулятор доведет ключевую ставку до уровней +7% (с нашей точки зрения, вероятность такого сценария в последние месяцы несколько увеличилась), умеренный апсайд в росте доходностей сохраняется. При достижении пика по ключевой ставке и появлению консенсуса относительно перспектив возврата ключевой ставки в нейтральный диапазон (5-6%) по аналогии с ситуацией 2019 года спред между двухлетней ОФЗ и ключевой ставкой может вновь стать отрицательным, а спред между доходностями десятилетних и двухлетних гособлигаций еще немного сократиться.

ГРАФИК 26: Инфляция и ключевая ставка



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

ГРАФИК 27: Временные спреды



Источник: Bloomberg, УК МКБ Инвестиции

К текущему моменту индекс гособлигаций RGBI находится в нисходящем тренде еще с мая прошлого года, и рост ставок по облигациям все это время мог оказывать

сдерживающее влияние на рынок акций, особенно в части дивидендных бумаг со стабильными финансовыми показателями. Однако при сегодняшних ценах на сырьевые активы для находящихся в рублевом поле инвесторов, готовых к волатильности, альтернативы акциям в получении текущего дохода по-прежнему найти сложно.

СЕКТОРАЛЬНЫЙ РАЗРЕЗ

При сегодняшних ценах на сырьевые активы, на текущий момент, мы склонны делать в портфелях акцент на акциях сырьевых экспортеров с высокой доходностью денежного потока. Ниже мы кратко осветили наш взгляд на ключевые секторы рынка и отметили наших фаворитов на текущий момент. Обращаем внимание, что данный перечень не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и должен восприниматься исключительно как справочная информация.

Нефтегазовый сектор (выше рынка)

К середине года рублевые цены на нефть приближаются к историческим максимумам. В свои модели мы закладывали среднегодовые цены на нефть на уровне около 65 долл/барр., и даже при этих ценах ряд бумаг по нашим оценкам обеспечат инвесторам двухзначную дивидендную доходность по итогам 2021 года.

Фавориты:

- **Газпром:** Низкие объемы запасов газа в европейских хранилищах (всего 47,2% на 29 июня по данным Gas Infrastructure Europe), ориентация СПГ-поставщиков в первую очередь на азиатские рынки способствуют росту цен на газ в европейских хабах до максимальных за последние годы уровней. Наш базовый сценарий предполагает выплату компанией дивидендов по итогам 2021 года на уровне более 30 руб/акцию и сохранение среднего уровня дивидендных выплат вблизи этой отметки на ближайшие годы.
- **Лукойл:** Сильные итоги первого квартала этого года, постепенное восстановление объемов добычи в рамках ОПЕК+, прозрачная дивидендная политика (направление на дивиденды 100% скорректированного денежного потока) делают акции Лукойла одним из фаворитов в секторе. При сегодняшних ценах на нефть компания, по нашим оценкам, способна генерировать почти 800 руб. дивидендов на акцию.
- **Роснефть:** В отличие от большинства компаний сектора Роснефть имеет долгосрочный драйвер роста – проект Восток-Ойл. Постепенная продажа долей в проекте внешним инвесторам помимо непосредственного привлечения средств в компанию может обеспечить еще и дополнительное раскрытие стоимости в капитализации самой Роснефти.

Риски для сектора: текущие цены на нефть во многом обусловлены наличием соглашения ОПЕК+ по сокращению объемов добычи нефти, и состояние баланса спроса/предложения при сценарии завершения сделки и постепенном возвращении Ирана на рынок вызывает вопросы. В связи с этим вероятность снижения нефтяных цен ниже наших прогнозных на горизонте пары лет выглядит ощутимой.

Финансы (на уровне рынка)

Начало года складывается для банковского сектора вполне позитивным – отчеты ведущих банков выходят лучше ожиданий, что позволяет рассчитывать на рекордные прибыли по итогам 2021 года.

Фаворит:

- **ВТБ:** По итогам пяти месяцев этого года банк с опережением движется по пути к поставленным ранее целям (ориентир в 250-270 млрд руб. чистой прибыли). Достижение этого ориентира и направление 50% чистой прибыли на дивиденды превращают ВТБ в сильно недооцененную историю. Дополнительный позитив может быть связан с продолжением обсуждения перспектив гашения привилегированных акций, однако, вероятно, это история затянется на продолжительный срок.

Риски: Общим риском для компаний сектора является возможность введения новых локдаунов на федеральном или региональном уровне страны, но опыт 2020 года продемонстрировал, что банки в целом без серьезных проблем перенесли несколько месяцев подобных ограничений. Более вероятным риском для отдельных имен (в том числе нашего фаворита) может стать вопрос направления на дивиденды менее 50% чистой прибыли (внимательно следим за ограничениями со стороны ЦБ на инвестиции в экосистемы, что может оказать влияние на капитал), однако на текущий момент мы не видим для этого оснований.

Металлы и добыча (на уровне рынка)

Металлургический сектор в России подвержен наибольшей неопределенности с точки зрения потенциального изменения налоговой нагрузки. Выбирая фаворитов, мы акцентировались на компаниях из отраслей, которые, по нашему мнению, совсем недавно прошли низшую точку цикла.

Фавориты:

- **Русал:** Пакет акций ГМК Норильский Никель, которым владеет Русал, по-прежнему сопоставим с Enterprise Value (сумма капитализации и долга) самого Русала. При сегодняшних ценах на алюминий операционная деятельность уже обеспечивает весомый денежный поток, что вкупе с недавним байбеком акций ГМК Норильский Никель будет способствовать сокращению долга. Ожидаемая в ближайшие 2-3 квартала реорганизация (выделение компании с высоким углеродным следом в отдельное лицо и, тем самым, превращение в «зеленую» фишку) вполне может стать драйвером для раскрытия стоимости.
- **Алроса:** Последние несколько кварталов наблюдается бурное оживление индустрии алмазов. Уровень запасов на всех стадиях производства конечной продукции остается сравнительно невысоким, что впервые за долгое время позволяет компаниям поднимать цены. Заккрытие в 2020 году целого ряда алмазных трубок создает базис для умеренного дефицита алмазов в ближайшее время. При постепенном восстановлении объемов продаж Алросы до +35 млн карат компания, по нашей оценке, может зарабатывать более 90 млрд руб. денежного потока в год, что при направлении 100% этой величины на дивиденды обеспечит двухзначную дивидендную доходность к текущей цене.

- **ММК:** Из ключевых представителей черной металлургии ММК торгуется с заметным дисконтом относительно конкурентов. В случае проведения еще одного небольшого по размеру SPO рост free float позволит вернуться в индекс MSCI Russia.

Риски: высокая зависимость конъюнктуры на рынке металлов от действий Китая и перспективы повышения налоговой нагрузки для российских металлургов делают агрессивную ставку на сектор рискованной даже в текущих условиях, когда цены на металлы преимущественно находятся на максимальных за последние годы уровнях.

Ритейл: (на уровне рынка)

Ритейл на российском рынке остается, пожалуй, единственной отраслью, представители которой сочетают близкие к двухзначным темпы роста и близкую к двухзначной дивидендную доходность. После бурного роста акций сектора в 2020 году в первом полугодии этого года акции сектора отставали от широкого рынка.

Фавориты:

- **Детский Мир:** В отличие, например, от представителей продуктового ритейла Детский Мир продолжает демонстрировать рост выручки заметно выше темпов роста торговых площадей, сохраняя при этом высокую рентабельность. Компания подтверждает амбициозные планы, ожидая в перспективе 3-4 лет удвоения продаж. По нашим оценкам, за 2021 год дивидендная доходность бумаги окажется на уровне около 9%, и за счет дальнейшего роста бизнеса уже со следующего года может стать двухзначной к текущей цене.

Риски: для компаний продуктового ритейла в негативном сценарии основным риском мы видим возможность зарождения новой волны обострения ценовой конкуренции, которая потребует увеличения доли промо, и, как следствие, снижения маржинальности, однако пока этот сценарий не является для нас базовым. Для Детского Мира некоторым риском представляется неопределенность стратегии развития из-за изменения структуры акционеров.

Другие секторы:

Выбирая бумаги из других секторов, мы также придерживаемся схожего подхода: выбора бумаг, генерирующих сравнительно высокий текущий денежный поток для акционеров, при наличии драйверов для переоценки бумаги. В связи с этим на текущий момент в число наших фаворитов, например, не попали бумаги из технологического сектора (низкая текущая доходность денежного потока) или энергетики (отсутствие явных драйверов для переоценки).

Фавориты:

- **МТС:** Планомерное развитие цифровых сервисов, заинтересованность мажоритария в сохранении высоких дивидендных выплат и перспектива гашения казначейского пакета, с нашей точки зрения, выделяют акции компании из всего телекоммуникационного сегмента.
- **АФК-Система:** На горизонте ближайшей пары лет компания способна вывести на биржу еще несколько активов (Степь, Медси, Биннофарм), за счет чего дисконт к текущей совокупной стоимости активов может сократиться.

- **ЛСР:** Состоявшийся за последний год рост цен на недвижимость улучшает и без того приемлемую ситуацию с денежными потоками компаний сектора. На текущий момент отношение капитализации ЛСР к чистой стоимости активов находится вблизи минимальных за последнее десятилетие уровней. По нашим оценкам, компания вполне способна к возвращению дивидендных выплат на уровне 8 млрд руб/год, что транслируется в двухзначную дивидендную доходность к текущей цене акций.

Выводы по российскому рынку:

- Рост цен на сырьевые активы способствует значительному улучшению финансовых показателей российских компаний, многие из которых по итогам 2021 года могут наградить инвесторов дивидендной доходностью, близкой к двухзначной.
- В целом российский рынок акций по основным мультипликаторам торгуется выше средних за последние годы уровней, однако на фоне сравнительно низких ставок на денежном и долговом рынке это, с нашей точки зрения, оправдано.
- Текущая фаза роста на российском рынке длится уже восемь месяцев и является максимальной по размеру (+45%) за прошедшее десятилетие. Вполне допустимы во втором полугодии коррекционные движения, которые могут предоставить возможность формирования позиций по еще более привлекательным ценам.
- В секторальном разрезе на текущий момент выделяем акции сырьевых экспортеров (преимущественно нефтегазовых компаний) и компаний из внутренних секторов с высокой доходностью денежного потока для акционеров и наличием драйверов для переоценки акций.

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. АО «УК МКБ Инвестиции» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.