ЦИФРА брокер

Пессимисты капитулируют

Обзор рынка с 20 по 31 марта 2023

ЦИФРА брокер

Пессимисты капитулируют

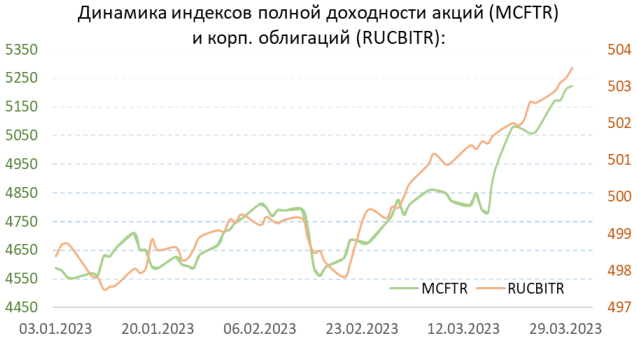
Обзор рынка с 20 по 31 марта 2023

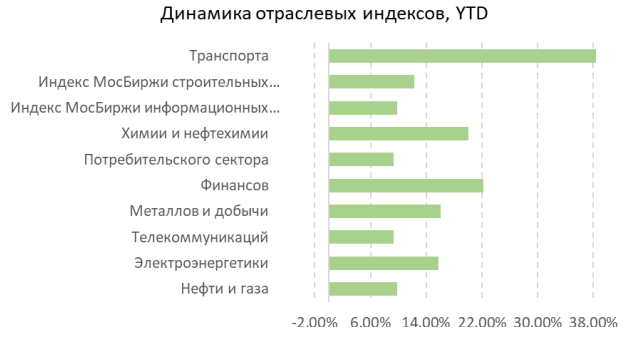
Рыночные индикаторы

Индексы		Значение	Изм. YTD
Мосбиржи	IMOEX	2 466	14,48%
РТС	RTSI	1 006	3,69%
Гос. облигаций	RGBITR	617	0,90%
Корп. облигаций	RUCBITR	503	1,39%
Валюты		**Курс**	**Изм. YTD**
Доллар США	USD	77,1	10,27%
Евро	EUR	84,375	13,56%
Китайский юань	CNY	11,192	12,91%
Нефть и металлы*		**Значение**	**Изм. YTD**
Brent	USD/bbl	78,78	-4,30%
Золото	XAU/USD	1990,8	10,73%
Серебро	XAG/USD	23,74	1,84%

**- фьючерсы с ближайшей датой исполнения*

По данным «Московская Биржа» на 31.03.2023 23:59 мск





Ретроспектива. Последние две недели рынок демонстрировал практически непрерывный рост: индекс МосБиржи повысился на 4,8%, до 2450 п., индекс РТС — на 4,2%, до 996 п.

Несколько отстающая динамика по индексу РТС объясняется умеренным ослаблением рубля. К доллару США с 20 марта российская валюта ослабла на 0,7%, до 77,60 руб., к евро немного сильнее, на 2,9% до 84,56 руб.

С начала месяца рынки консолидировались в области сопротивления (2280 п. по индексу МосБиржи), и получили импульс к росту 19 марта, после того, как Сбербанк рекомендовал дивиденды за 2022 год в размере 25 на акцию.

По состоянию на 20 марта дивидендная доходность по акциям Сбербанка достигала примерно 13%. Это воодушевило инвесторов, которые занялись поиском других перспективных, с точки зрения потенциальных дивидендов, акций. С того времени свои рекомендации по дивидендам опубликовали Интер РАО ЕЭС (текущая дивидендная доходность 7,82%) и Банк Санкт-Петербурга (13,91% по обыкновенным акциям).

Тема дивидендных выплат сохранит актуальность и продолжит в существенной степени определять динамику индексов в краткосрочной перспективе.

Рыночные ожидания. Предпосылки для дальнейшего роста индексов в апреле сохраняются. Это и высокая дивидендная доходность акций, и низкие оценочные коэффициенты, а также восстановление мировых цен на сырьевые товары (нефтяные котировки повысились от локальных минимумов в марте на 14%, цены на золото флиртуют с историческими максимумами) и умеренное ослабление рубля (благоприятно для экспортеров). Тем не менее нельзя исключать повышения рыночной волатильности после резкого роста индексов в марте. В этом контексте защитную роль могут сыграть акции золотодобывающих компаний (тесная корреляция с ценами на золото) и представителей нефтедобывающей отрасли (которые могут сократить отстающую динамику с начала года).

Процентные ставки. По оценке Банка России баланс рисков в экономике смещен в направлении повышенного инфляционного давления и не позволяет пока перейти к смягчению денежно-кредитной политики. В качестве рисков Банк России выделят замедление экономического роста в мире, усиление торговых и финансовых ограничений, которые могут способствовать повышенному инфляционному давлению через изменение валютного курса.

Таким образом, мы находим пока преждевременным увеличивать дюрацию портфеля облигаций и рекомендуем придерживаться короткого отрезка кривой доходности.

В настоящее время ОФЗ сроком погашения 3-5 лет предлагают привлекательную доходность 8,7-10,1%.

Даниил Болотских 8 (800) 100 40 82
Аналитик bolotskikh@cifra-broker.ru

	Полюс		Полиметалл	
	2022	2021	2022	2021
Gross margin	56%	69%	40%	55%
EBITDA margin	61%	71%	36%	51%
Net profit margin	36%	46%	16%	32%
Operating CF margin	44%	59%	7%	41%
ROA	15%	28%	7%	18%
ROE	29%	65%	20%	41%
ROIC	18%	36%	-3%	22%
Current ratio	3,3	2,2	2,5	1,7
Cash ratio	1,6	1,3	0,7	0,5
Operating CF ratio	2,3	2,9	0,2	1,3
Debt/ Assets	0,4	0,4	0,5	0,4
Debt/Equity	0,7	0,9	1,3	0,9
Interest coverage	10,8	16,0	6,0	20,8
P/E	11	10	8	9
P/BV	1,7	3,0	0,6	1,6
P/Sales	4	5	1	3
P/CF	9	8	17	7

Акции золотодобытчиков помогают снизить риски для портфеля

Повышенная неопределенность, проблемы в финансовом секторе США подпитывают спрос инвесторов на защитные активы, к которым относится золото. Мы ожидаем, что объем производства золота в России в 2022 году окажется на уровне 2021 года и составит 360 тонн (11,5 млн унций). На долю двух крупнейших производителей - Полюса и Полиметалла, придется 36% от общей золотодобычи (4,253 млн унций). Ниже рассмотрим их результаты за 2022 год.

Производство. Объемы производства Полюса за год сократились на 6% в основном за счет снижения операционной активности на Олимпиаде, Благодатном и Наталке, а также из-за ухудшения в первом полугодии качества руды. Полиметалл в первом полугодии снизил выработку на 8% (по сравнению с тем же периодом предыдущего полугодия), но во втором полугодии уже нарастил добычу на 12% (по сравнению с тем же периодом 2021 года). В сравнении с предыдущим годом добыча Полиметалла в 2022 году увеличилась на 2%. Рост издержек ТСС, примерно на 28-29% за год, сильно отразился на результатах Полиметалла. Увеличение издержек обусловлено укреплением рубля и удорожанием расходных материалов.

Прибыльность. Рост издержек неблагоприятно отразился на прибыльности компаний. Рентабельность Полюса по показателю EBITDA составила 60,7% (по сравнению с 71% в 2021 году), у Полиметалла — 36% (50%). Чистая рентабельность у Полюса сократилась до 35% с 49% в 2021 году, а у Полиметалла — с 31% до 16%. Рентабельность собственного капитала (ROE) Полюса снизилась с 46% до 36%, а у Полиметалла упала с 26% до 9%. Отдельного внимания заслуживает снижение рентабельности на вложенный капитал (ROIC) на 50% у каждой компании: у Полюса до 20%, у Полиметалла до 12%.

Устойчивость. С точки зрения ликвидности компаний вопросов не возникает. Коэффициенты текущей ликвидности уверенно превышают 1,5 п, коэффициент срочной ликвидности (Cash ratio) не опускался ниже 0,5 п. Показатель EBIT у компаний минимум в шесть раз превышает процентные расходы. Устойчивость баланса ухудшилась у обоих компаний, но у Полюса не так сильно, как у Полиметалла. Показатель чистый долг/EBITDA Полиметалла повысился до 2,35, что не позволяет компании выплачивать дивиденды за 2022 год в соответствии с дивидендной политикой. В случае с Полюсом компания сохраняет дивидендные ковенанты, и мы прогнозируем дивиденд в размере $6,6 или 500 руб. на одну акцию компании.

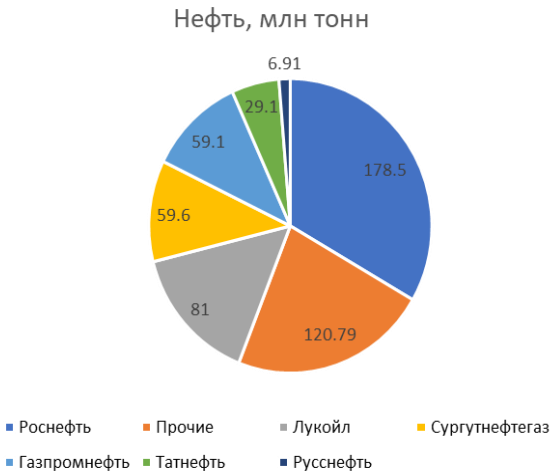
ЦИФРА брокер

Предпосылки для роста. Повышение котировок драгоценных металлов и ослабление рубля – основные предпосылки для роста компаний в краткосрочной перспективе. Что касается долгосрочных перспектив, то рост Полюса будет обусловлен разработкой крупнейшего по запасам в мире месторождения Сухой Лог. Ввод этого месторождения в эксплуатацию позволит увеличить в два раза выручку и прибыль компании. Тем не менее из-за санкций и проблем с поставщиками оборудования начало разработки месторождения откладывается с 2027 года на неопределенный срок. Полиметаллу для поддержания роста необходимо снизить издержки и долговую нагрузку. Еще одной предпосылкой для Полиметалла является повышение котировок именно серебра, на долю которого приходится 15% выручки компании.

Риски. Зависимость от иностранных поставщиков горнодобывающего оборудования, отказ от которых приведет к еще более сильному росту издержек, снижение котировок драгоценных металлов.

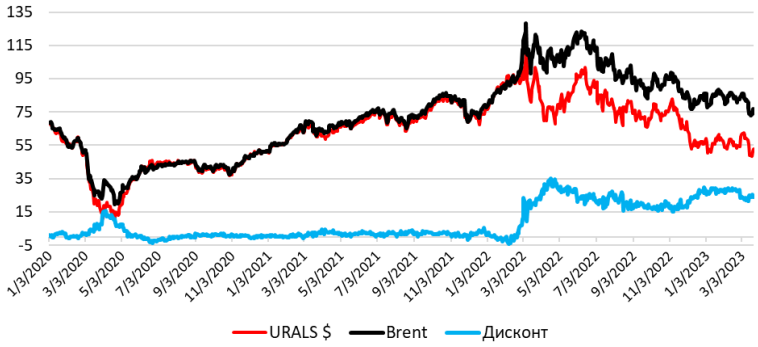
Результаты Полюса и Полиметалла за 2021 и 2022 годы:

		Полюс			Полиметалл		
		2022	2021	%	2022	2021	%
Производство	тыс унций	2541	2717	-6%	1712	1678	2%
TCC	$/унцию	519	405	28%	942	730	29%
AISC	$/унцию	981	715	37%	1344	1030	30%
Выручка	$ млн	4257	4966	-14%	2801	2890	-3%
Скорр. EBITDA	$ млн	2584	3529	-27%	1017	1464	-31%
Прибыль	$ млн	1559	2278	-32%	-288	904	-132%
Скорр. прибыль	$ млн	1516	2278	-33%	440	913	-52%
ROE	%	36%	46%	-22%	9%	26%	-65%
Прибыль на акцию	$	11,53	16,82	-31%	0,93	1,93	-52%
Дивиденд на акцию (2022 прогноз)	$	6,65	7,78	-15%	-	1,34	
Денежный поток от операционной деятельности	$ млн	1881	2936	-36%	206	1195	-83%
Капзатраты	$ млн	1119	928	21%	794	759	5%
Чистый долг	$ млн	2269	2197	3%	2393	1647	45%
Чистый долг / EBITDA		0,9	0,6	50%	2,35	1,13	108%



Необычная устойчивость акций нефтяных компаний

Котировки Brent с 7 по 20 марта резко снизились, на 18,5% до $70 за баррель. Между тем индекс МосБиржи нефти и газа (MOEXOG) вырос на 5%, до 6027,77 п., за тот же период. Попробуем разобраться в причинах такого расхождения и оценить перспективы компаний нефтяной отрасли.



Новый метод расчета налога для НДПИ, НДД и обратного акциза на нефть вступает в силу 1 апреля 2023 года. Закон ограничивает дисконт в ценах на нефть Urals по отношению к ценам на нефть Brent для расчета НДПИ. Для целей налогообложения предложено применять фактические цены на нефть Urals, но не ниже установленных значений: Brent минус $34 в апреле, Brent минус $31 в мае, Brent минус $28 в июне, Brent минус $25 в июле. Дополнительно к этому с $20 до $25 за баррель увеличен ценовой дифференциал для расчета демпфера на бензин и введен демпфер по дизельному топливу в пределах $10 за баррель на период с 1 апреля по 31 декабря 2023. Таким образом правительство пытается компенсировать эффект от снижения котировок Urals, т. к. в бюджете на 2023 год заложена средняя цена нефти $70 за баррель.

После введения недружественными странами предельных цен на импорт нефти из России на уровне $60 за баррель, для российских нефтяников сложились некомфортные условия. Предположим, котировки Brent повысились до $90 в I полугодии 2023 года. В таком случае, уже в июле нефтяникам придется заплатить налоги по ценовой формуле $90 минус $25, т. е. уровень $75 за баррель будет взят за основу для определения налоговой базы, в то время как максимальная цена реализации составляет $60 за баррель.

Несмотря на предпринятые санкции против сектора, по итогам 2022 года нефтяная отрасль увеличила объемы добычи на 2% до 535 млн тонн. Сильнее всех нарастил производство Сургутнефтегаз на 7%, до 59,6 млн тонн. Отметился Лукойл с ростом 6% до 81 млн тонн. На третьем месте Газпром нефть с приростом 5% до 59,1 млн тонн. Крупнейший производитель страны Роснефть по году увеличил добычу на 5% до 178,5 млн тонн.

С начала 2023 года в лидерах роста оказались акции ПАО НК РуссНефть, которые подорожали на 28%, акции Сургутнефтегаза (+9,7% с н. г.) идут следом. Акции ЛУКОЙЛа, Татнефти, Роснефти подорожали на 5-6%. Отстающую динамику показали акции Газпром нефти, которые подорожали только на 2,5%.

В секторе нефтедобывающих компаний особого внимания заслуживают акции Роснефти, которая смогла переориентировать свои поставки на восток. Прибыль компании за 2022 год (813 млрд руб.) более чем компенсирует убытки от списания активов (300-350 млрд руб.). Кроме того, мы позитивно оцениваем перспективы Татнефти, которая в прошлом году заработала рекордную прибыль 284 млрд руб. и удачно приобрела шинный бизнес Nokian Tyres.

	2022	2023	2024	2025
Инфляция, декабрь к декабрю прошлого года, %	11,9	5,0-7,0	4,0	4,0
Инфляция в среднем за год, к пред. году, %	14,5	4,0-5,3	4,5-5,3	4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, %	10,6	7,0-9,0	6,5-7,5	5,0-6,0

Перспективы ключевой процентной ставки

Банк России на заседании 10 февраля 2023 года опубликовал прогноз средней ключевой ставки на 2023 год. По оценке регулятора, в экономике сохраняется «проинфляционный» баланс рисков. Замедление экономического роста в остальном мире, усиление торговых и финансовых ограничений могут способствовать повышенному инфляционному давлению через изменение валютного курса. Потенциальное увеличение дефицита бюджета тоже несет проинфляционные риски, которые могут потребовать более жесткой денежно-кредитной политики для достижения целевой инфляции 4% к 2024 году. Повышенному инфляционному давлению способствует также ситуация на рынке труда. Кроме прочего, усложнение производственных и логистических цепочек или финансовых транзакций в результате наложенных извне ограничений может привести к удорожанию импорта и перебоям с предложением на внутреннем рынке.

Опираясь на данные Банка России по средним значениям ключевой ставки в 2023 году, мы сделали несколько прогнозов относительно изменения ставки до конца года. Мы рассмотрели четыре возможных сценария по ставке - «Низкая», «Средняя», «Высокая» и «Ультра-высокая». Названия имеют отношение к инфляции, так как именно на нее в первую очередь ориентируется ЦБ в своих решениях.

В февральском прогнозе регулятор обозначил диапазон 7-9% средних значений ключевой ставки на 2023 год. С учетом того, что с 1 января по 12 февраля 2023 года средняя ключевая ставка находилась на уровне 7,5%, диапазон ее колебаний с 13 февраля до конца 2023 года был расширен до 6,9- 9,2%.

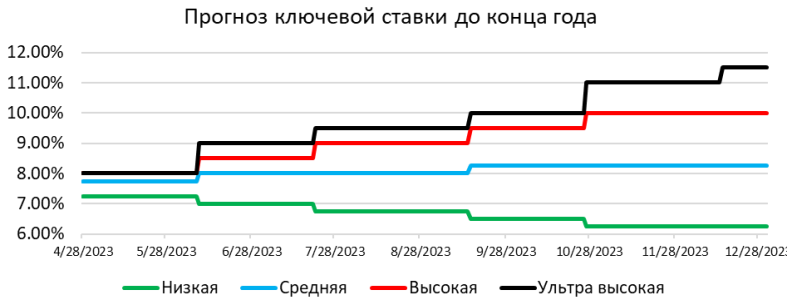
Ниже рассмотрим разные сценарии изменения ставки до конца года и попробуем выявить сигналы, которые регулятор посылает рынку:

Низкая. Данный сценарий предполагает снижение инфляции в направлении целевых 4%. По нашей оценке, в этом сценарии среднегодовая ставка составит 6,96%, а средняя ставка за период с 13 февраля и до конца года составит 6,88%, т. е. немного ниже прогноза Банка России. В таком регулятор будет понижать ключевую ставку на 25б.п. на каждом из заседаний вплоть до декабря, когда ставка достигнет 6,25%, после чего Банк России возьмет паузу.

Средняя. В этом случае нас ожидает небольшой рост инфляции с февральских 11%. В рамках такого сценария среднегодовая ставка составит 7,88%, а средняя ставка с 13 февраля и до конца года - 7,94%. Для сдерживания инфляции регулятор дважды повысит ключевую ставку на 25б.п. на заседаниях в апреле и июне, до 8% в конечном счете, затем еще на 25б.п. до 8,25% на заседании в сентябре и выдержит паузу до конца года. На наш взгляд, на данном этапе это самый реалистичный сценарий, исходя из возросших инфляционных ожиданий и ускоренного исполнения федерального бюджета.

Высокая. В случае усиления инфляционного давления Банк России будет вынужден более активно ужесточать денежно-кредитную политику. В этом сценарии среднегодовая ставка составит 8,58%, а средняя ставка за период с 13 февраля и до конца года — 8,73%. Данный сценарий предусматривает повышение ключевой ставки на 50б.п. на каждом из заседаний до конца года, за исключением декабрьского заседания, на котором Банк России завершит цикл ужесточения денежно-кредитной политики, если принятых мер окажется достаточно для обуздания инфляции. Если инфляция окажется устойчива к решениям регулятора, то и на декабрьском возможно повышение ставки на 50б.п., хотя это этого решения среднегодовая ставка не сильно изменится.

Ультра-высокая. Этот сценарий подразумевает новые шоки для экономики и существенное усиление инфляционного давления. Среднегодовая ставка в таком случае составит 8,98%, а средняя ставка с 13 февраля по конец года — 9,18%, что все еще вписывается в прогнозы Банка России. В таком случае регулятор перейдет к резкому повышению ключевой ставки: на 50б.п. на заседании в апреле, в июне сразу на 100б.п., до 9%. Еще на 0,5б.п. на заседаниях в июле и сентябре, т. е. до 10%, затем на 100б.п. в октябре, до 11%. Завершая цикл ужесточения денежно-кредитной политики, Банк России повысит ставку на заседании в декабре на 50б.п., до 11,5%.



Источник: расчеты «Цифра брокер»

ЦИФРА брокер

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Юридический адрес
123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, офис 18.02
м. Выставочная или Международная
Тел.: +7 (495) 783-91-73
Email: info@cifra-broker.ru

Фактический адрес
123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, 18 этаж,
(Башня «Меркурий Тауэр»,
ММДЦ «Москва-Сити»)

Поддержка клиентов
Тел.: +7 (495) 783-91-73,
8-800-100-40-82
E-mail: shop@cifra-broker.ru

Для корпоративных клиентов
Тел.: +7 (495) 783-91-73 доб. 90999
E-mail: corp.clients@cifra-broker.ru

Ограничение ответственности: ООО ИК «Фридом Финанс» (ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: https://cifra-broker.ru/ Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целя (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО ИК «Фридом Финанс» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать.