



Рыночно-нейтральные стратегии на рынке акций РФ

10 ОКТЯБРЯ 2017г



Ожидаемое ужесточение денежной политики ФРС США и фискальное стимулирование (налоговая реформа Д. Трампа), по нашему мнению, могут стать основаниями для укрепления доллара США на мировом валютном рынке в течение ближайшего года, что станет скорее негативным фактором для российского рынка акций (подробнее см. наш обзор [«Carry trade не навсегда»](#)). Вместе с тем, компании-экспортеры могут улучшить свои показатели рентабельности за счет укрепления доллара, и мы не готовы с уверенностью назвать заметную коррекцию вниз по индексу РТС наиболее вероятным сценарием. Инвесторам с достаточным опытом работы на рынке мы предлагаем рассмотреть рыночно-нейтральные стратегии (позиции с низкой бетой) на рынке акций РФ. В поисках таких стратегий мы рассмотрели исторические спреды между обыкновенными и привилегированными акциями Сбербанка (SBER, SBERP), Сургутнефтегаза (SNGS, SNGSP) и Татнефти (TATN, TATNP).

Компания	Цена ао, руб.	Цена ап, руб.	Цена ап / ао	Ап / ао, среднее за 3г.	Ож. див. дох-ть ао	Ож. див. дох-ть ап	Бета ао к индексу ММВБ	Бета ап к индексу ММВБ
Сбербанк	194.0	160.4	83%	74%	4.2%	5.1%	1.24	1.11
Сургутнефтегаз	29.5	29.6	100%	113%	2.0%	5.7%	0.83	0.65
Татнефть	421.1	300.5	71%	58%	7.1%	10.0%	1.16	0.79

Источники: Bloomberg, оценки ИФ «ОЛМА»

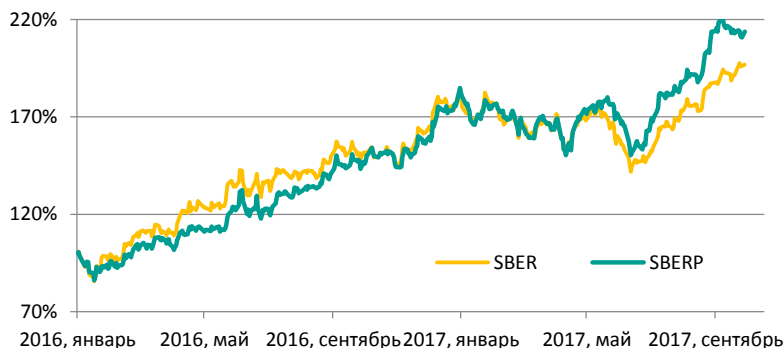
Потенциальные рыночно-нейтральные стратегии:

Длинная позиция	Короткая позиция	Бета стратегии	Цена ап / ао	Ап / ао, среднее за три года	Оправдано
Сбербанк ао (SBER)	Сбербанк ап (SBERP)	0.13	82%	74%	✗
Сургутнефтегаз ап (SNGSP)	Сургутнефтегаз ао (SNGS)	-0.18	100%	113%	✓
Татнефть ао (TATN)	Татнефть ап (TATNP)	0.37	71%	58%	✗

Сбербанк

Текущая цена привилегированных акций Сбербанка составляет 82% от цены обыкновенных, в то время как среднее соотношение цен за три года составляет 74% (за пять лет – 75%). В качестве рыночно-нейтральной стратегии можно было бы рассмотреть короткую продажу привилегированных акций против покупки обыкновенных акций Сбербанка (бета стратегии к индексу ММВБ = 0.13) в расчете на возвращение спреда к своим средним значениям, однако мы не считаем подобную стратегию наиболее оправданной, поскольку спред может оставаться широким неопределенное время.

Сбербанк: динамика цен ап и ао (нормализованные данные)



Источники: Bloomberg, оценки ИФ «ОЛМА»

Татнефть

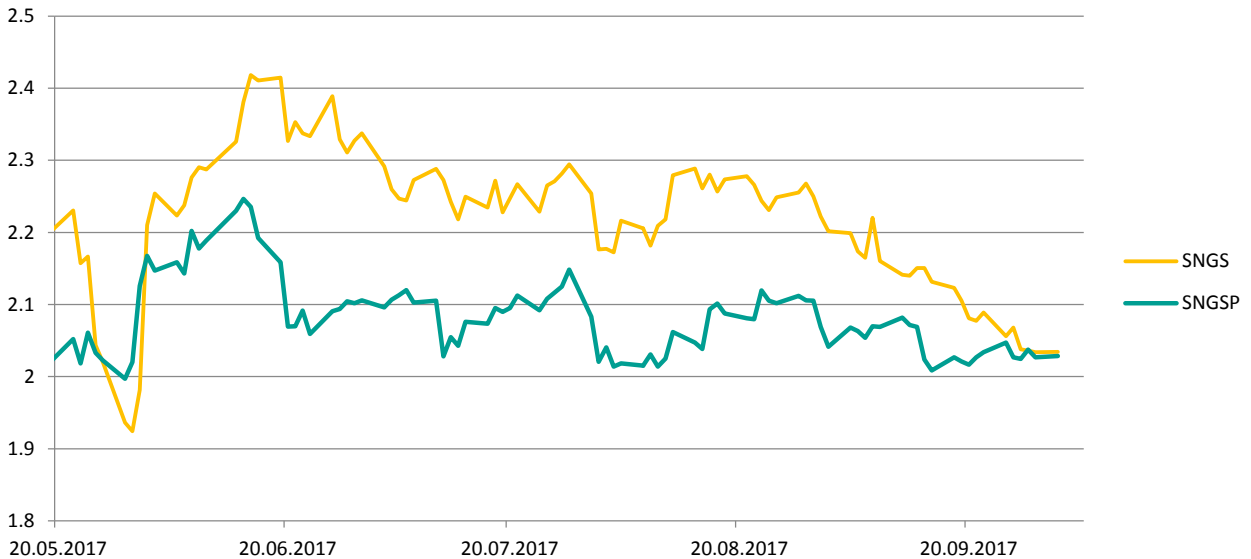
Наиболее заметный разрыв между текущим спредом в цене обыкновенных и привилегированных акций и средним спредом за трехлетний период наблюдается по бумагам Татнефти, однако стратегию «покупка обыкновенных акций – продажа привилегированных акций» в данном случае мы не считаем оправданной по двум причинам. Во-первых, большая разница в коэффициентах бета по обыкновенным и привилегированным акциям Татнефти делает подобную стратегию не вполне рыночно-нейтральной (коэффициент бета стратегии оказывается равным 0.37). Во-вторых, привилегированные акции Татнефти торгуются с высокой дивидендной доходностью и по-прежнему интересны в качестве дивидендной идеи (см. наш [предварительный прогноз по дивидендам](#)).



Сургутнефтегаз

В течение многих лет Сургутнефтегаз выплачивал дивиденды по привилегированным акциям в разы больше (в расчете на акцию), чем по обыкновенным, однако компания была вынуждена отказаться от этой практики при принятии решения по дивидендам за 2016 год из-за убытка (итоговые дивиденды составили 0.6 руб. как на обыкновенную, так и на привилегированную акции). Резкое уменьшение дивидендов по привилегированным акциям стало фактором снижения премии в цене по отношению к обыкновенным.

Сургутнефтегаз: дивидендная доходность по ао и ап (в %)



Источник: Bloomberg

В настоящее время, судя по котировкам, рынок оценивает обыкновенные и привилегированные акции Сургутнефтегаза исходя из ожиданий сохранения равного размера дивидендов, однако мы считаем, что уже по итогам 2017 года компания сможет получить чистую прибыль и увеличить дивиденды по привилегированным акциям. Наш предварительный прогноз (основанный на отчетности за полугодие) предполагает ожидаемую дивидендную доходность по привилегированным акциям Сургутнефтегаза в пределах 6% - мы не считаем ее достаточной, чтобы включить эти бумаги в [модельный дивидендный портфель](#), но предлагаем рассмотреть возможность реализации стратегии покупки привилегированных акций (SNGSP) в сочетании с короткой продажей обыкновенных (SNGS), ожидая, что любые положительные изменения прибыли компании (а такие изменения возможны как за счет роста цен на нефть, так и за счет укрепления доллара США) будут вызывать пересмотр участниками рынка оценок в отношении ожидаемых дивидендов по привилегированным акциям в большей степени, чем по обыкновенным (с соответствующим влиянием на динамику цен акций).

Резюме: рекомендуемая рыночно-нейтральная стратегия

Длинная позиция: Сургутнефтегаз ап (SNGSP)

Короткая позиция: Сургутнефтегаз ао (SNGS)

Бета стратегии = -0.18



ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИРМА «ОЛМА»

Малый Каретный переулок, 7/1
Москва, Россия, 127051
+7-495-960-3129
www.olma.ru

Управление торговых операций

Николай Григорьев
Тел: 7 (495) 960-3129, доб. 1618
E-mail: nng@olma.ru

Роман Рассадин
Тел: +7 (495) 960-3129, доб. 1606
E-mail: rar@olma.ru

Антон Манаев
Тел: +7 (495) 960-3129, доб. 1194
E-mail: manaev@olma.ru

Управление брокерского обслуживания

Владимир Владимиров
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1264
E-mail: vladimirov@olma.ru

Аналитическое управление

Антон Старцев
Тел: +7 (495) 960-3129, доб. 1226
E-mail: sav@olma.ru

Управление инвестиционного консультирования

Андрей Карпов
Тел: +7 (495) 960-3129, доб. 1608
E-mail: akarpov@olma.ru

Евгений Раков
Тел: +7 (495) 960-3129, доб. 1240
E-mail: e.rakov@olma.ru

© 2017 Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Настоящая информация предназначена исключительно для сведения клиентов ИФ «ОЛМА». Настоящая информация не может восприниматься как предложение или рекомендация относительно покупки или продажи ценных бумаг. Настоящая информация составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность и/или полноту предоставленной информации ИФ «ОЛМА» ответственности не несет. Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ИФ «ОЛМА» не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ИФ «ОЛМА», ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектами инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них. Ни ИФ «ОЛМА», ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования настоящей информации.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ИФ «ОЛМА».