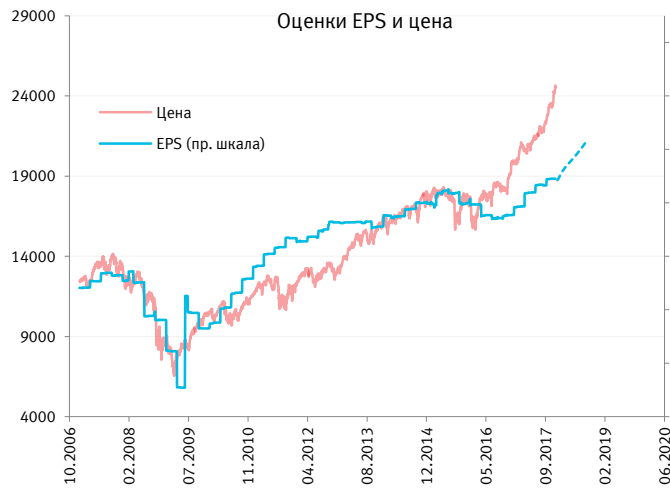
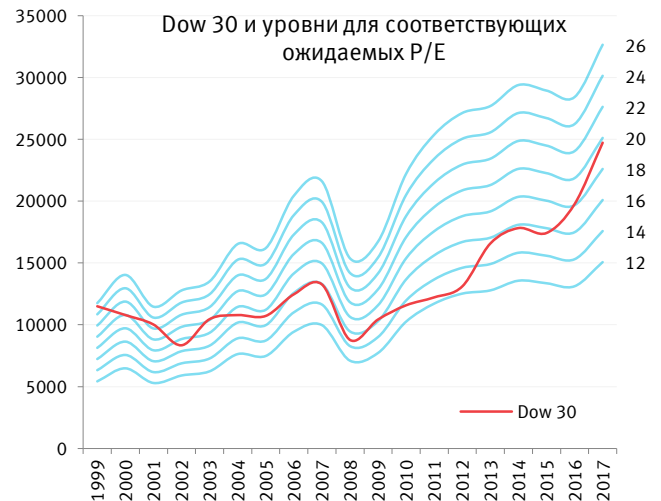


Индекс Dow Jones Industrial Average. Результаты третьего квартала.

Закончившийся третий квартал отчетности в США продолжил позитивные результаты первого квартала, хотя и с меньшей интенсивностью. Продажи компаний из индекса DOW 30 выросли на 4,83% год к году, а EPS продемонстрировали рост на 7,22% год к году, рост индекса за год по итогам третьего квартала составил 24,2%, при этом за последние 3 месяца рост составил 10,7%, т.е. за последний квартал рынок сделал 44% всего годового роста. Мультипликаторы индекса Dow 30 продолжают расширяться, достигнув текущего уровня в 20,71x прибавив 9,3% с нашего прошлого отчета.



Источник: данные Reuters, расчеты «Открытие брокер»



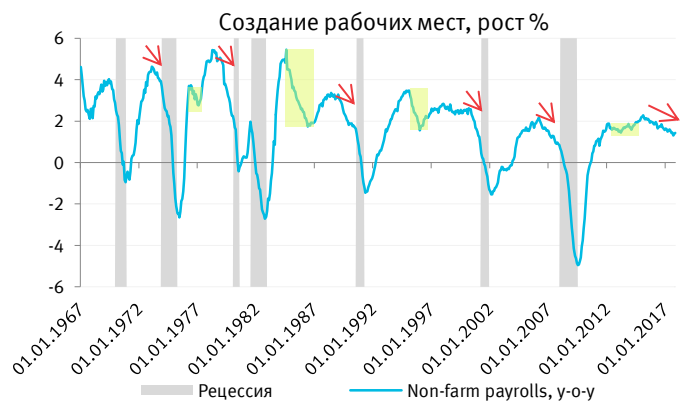
Источник: данные Reuters, расчеты «Открытие брокер»

Основной вклад в динамику индекса последнего квартала внес рост мультипликатора, в то время как рост прибыли внес мизерный вклад в конечный результат. Прогнозное значение P/E на год вперед увеличилось до 18,54x с уровня в 17,6x в прошлом квартале и 17x три квартала назад. С исторической точки зрения, пик в прошлом цикле был на уровне 16x, а в цикле дот-ком бума он находился на уровне 26x. Дно цикла приходилось на 14,5x и 16,5x соответственно, т.е. в процессе последних циклов мы наблюдали снижение на 10% и 36% соответственно. Учитывая текущие довольно растянутые оценки рынка, мы полагаем, что негативный сценарий будет состоять в падении на 25-30%, что приведет оценку к уровню в 15x по ожидаемому P/E. В то же время, дальнейший рост мультипликаторов вполне может продолжиться, хотя он уже, скорее всего, ограничен 10-15%, после чего рынок начнет оцениваться в рамках сценария «пузыря стоимости». В то же время динамика стоимости прибыли вполне может привести к снижению оценок рынка на фоне более быстрого роста прибыли по сравнению с ростом цены индекса. Динамика прибыли при этом складывается из динамики маржинальности и динамики продаж, которые в свою очередь завязаны на текущий экономический цикл и темпы роста американской экономики.

Можно констатировать, что опираясь на ключевые показатели мы видим комбинацию, характерную для цикла замедления роста экономики. Рынок труда продолжает демонстрировать силу: первичные пособия по безработице продолжают снижаться, при этом, как мы видим, дна они достигают за пол - полтора года до начала рецессии. Новые рабочие места вне с/х сектора также демонстрируют снижение момента, что характерно для финальной стадии. Обычно требуется от полугода до 2 лет довольно сильного снижения момента до наступления рецессии.



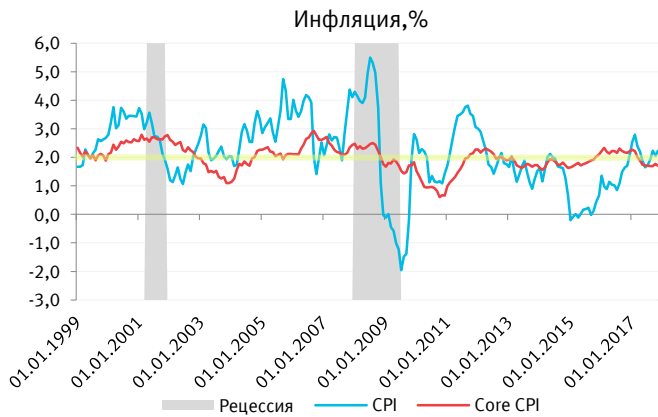
Источник: данные Federal Reserve Bank of St.Louis



Источник: данные Federal Reserve Bank of St.Louis

Более низкая инфляция – Core CPI ниже таргета ФРС в 2% несколько противоречит концепции финальной фазы роста, где инфляция обычно разгоняется. На предыдущих циклах core CPI приближался к уровням в 3%, чего сейчас мы не наблюдаем – core CPI по-прежнему все еще ниже таргета в 2% и рост до 3%, который наблюдался на пике предыдущих циклов может занять до 2х лет, что позволяет ФРС нормализовывать ставки довольно медленными темпами. Дальнейший рост ставки, при слабых ожиданиях роста экономики рано или поздно приведет к плоской кривой – в результате чего стоимость денег и номинальные долгосрочные темпы

роста экономики сравниваются, что создаст неминуемый стресс для бизнеса и станет катализатором для начала рецессии, по мере того, как инвестиционная активность окажется подавленной и наиболее закредитованные группы столкнутся с реальностью в которой рост экономики не позволяет обслуживать новые кредитные ставки. Как мы видим, рецессия наступает в среднем через год после наступления плоской кривой, которая означает нулевой спред в доходностях между 10-ти летними и 2х летними трежерис. Текущие же значения спреда, несмотря на идущее снижение все еще находятся в положительной зоне.



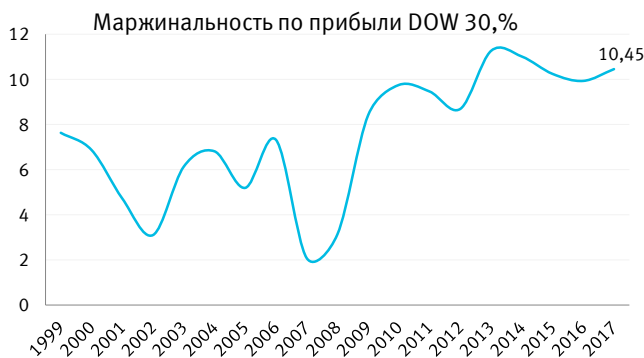
Источник: данные Federal Reserve Bank of St.Louis



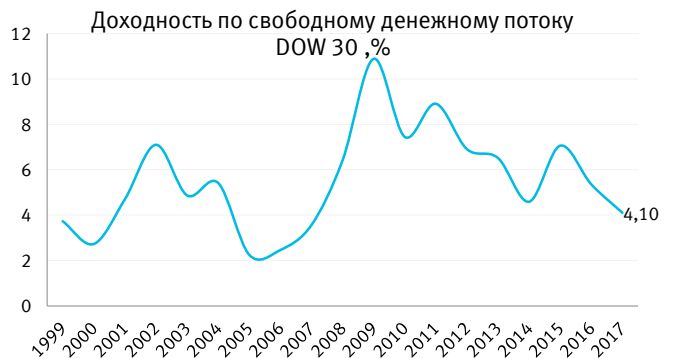
Источник: данные Federal Reserve Bank of St.Louis

По сумме, можно сделать вывод, что экономика США находится все еще минимум в году - полутора от начала рецессии в США, в результате чего можно сделать вывод, что, как продажи, так и корпоративные прибыли продолжат расти минимум номинальным темпом роста экономики, что на текущий момент составляет 3,5%-5%.

С т.з. маржинальности, которая может ускорить/замедлить темп роста прибыли относительно роста продаж мы наблюдаем продолжение бокового диапазона колебаний у уровня исторических максимумов. Налоговая реформа Трампа в своем максимальном уровне способна вывести маржинальность индексов на новые максимумы, что в случае даже простого возврата на пиковые уровни 13 года добавит 8,6% к росту EPS при том же уровне продаж.



Источник: данные Bloomberg

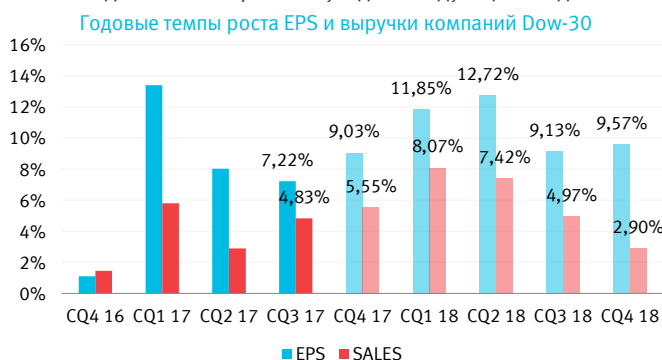


Источник: данные Bloomberg

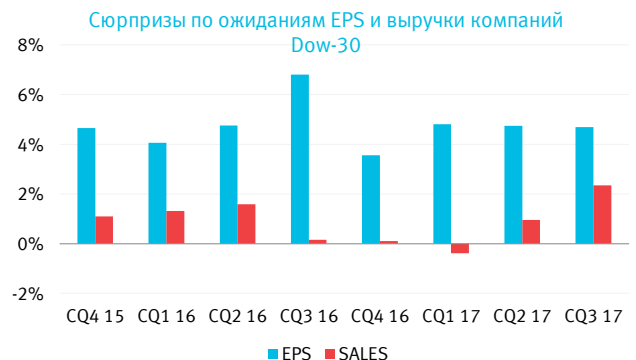
Пытаясь оценить потенциальную доходность рынка на год вперед, мы пойдем путем стандартного разложения доходности:

$$\text{Прогнозная доходность} = \text{Изменения мультипликатора}(\Delta P/E) + \text{Темп роста продаж} + \text{Изменение маржинальности}\% + \text{Див. Доходность}\%$$

Изменение мультипликатора на наш взгляд в следующем году будет носить нулевой характер с возможной компрессией в случае ускорения нормализации денежно-кредитной политики со стороны ФРС, так, что весь рост сосредоточится в темпах роста продаж и изменении уровня маржинальности компаний. При номинальных темпах роста в 3,5-5% и возврате маржинальности к максимумам в 11,26%, темпы роста составят от 11,5% до 13,1% в зависимости от конечного роста экономики, что транслируется в диапазон 27 575-27 975 пунктов и укладывается в текущие ожидания аналитиков по EPS. Плюс дополнительным доходом выступит дивидендная доходность, которая на текущий момент составляет 2,11%. Таким образом всего оценка доходности составляет 13,6-15,21% за следующий год при условии что мы не будем наблюдать компрессию ожидаемых мультипликаторов, которая тем не менее может быть наблюдаема во втором полугодии следующего года.



Источник: данные Reuters, расчеты «Открытие брокер»

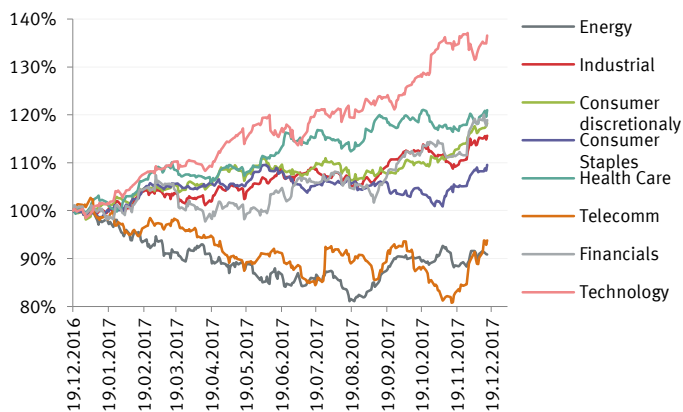


Источник: данные Reuters, расчеты «Открытие брокер»

С точки зрения аналитических оценок сюрпризы по EPS сохраняются в районе 5%, сюрпризы по продажам достигли уровня выше 2%, что не меняет сложившуюся картину последних кварталов, но указывает на более сильный конечный рост бизнеса и указывает на более консервативные оценки аналитиков. Реакция рынка на положительные сюрпризы в последнем сезоне отчетности указывает на возврат оптимизма – рынок в среднем позитивно реагировал на более сильные данные компаний.

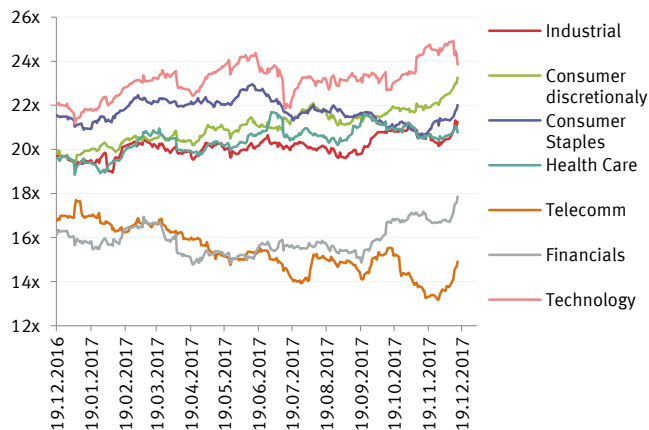
На уровне отдельных секторов можно отметить, что лидером прироста операционных показателей уже который квартал является нефтегазовый сектор, как в продажах, так и в прибыли, что по-прежнему объясняется эффектом низкой базы. На второе место переместился промышленный сектор показавший рост выручки на уровне в 9,75%. Замыкают топ-4 сектора Материалов и Технологий показавшие рост выручки на 7,62% и 6,58% соответственно. За последний квартал, снижение объемов продаж по итогам квартала показал сектор потребительских товаров. На уровне прибыли на акцию максимальный рост показали сектора Материалов и нефтегазовый сектор, прибавившие больше 30%. Затем следует технологический сектор с ростом в 12,6% и сектор здравоохранения с результатом в 10,3%.

Динамика секторов, % год к году



Источник: данные Reuters, расчеты «Открытие брокер»

Динамика P/E секторов



Источник: данные Reuters, расчеты «Открытие брокер»

Рыночная динамика отдельных секторов остается смешанной, с уклоном в рост: практически все сектора продемонстрировали сильную динамику, за исключением нефтегазового сектора, который остается под давлением негативного настроения рынка. Глядя на мультипликаторы можно отметить, что лидерами по переоценке стали Телекоммуникационный, Финансовый и сектор потребительских товаров длительного пользования, в то время, как оценка Технологического сектора наоборот снизилась со своих пиков. Ожидание смягчения регулирования в финансовом секторе, так же как позитивная оценка влияния налоговой реформы на внутренние компании, которые доминируют в секторе товаров длительного пользования выступили драйверами опережающего роста. В то же время, технологический сектор показал динамику хуже роста своих прибылей на фоне фиксации цен и констатацией того факта, что эффективная ставка для компаний в секторе существенно ниже общей в США и вряд ли сильно снизится.

Мы полагаем, что в следующем квартале продолжатся тенденции роста циклических секторов - Технологический, Промышленный и сектор товаров длительного спроса, как из-за довольно сильных текущих экономических данных, которые скорее всего продолжатся в следующем квартале, так и из-за позитивного влияния налоговой реформы Трампа. Финансовый сектор также может расти опережающим темпом по мере роста ожиданий подъема ставки и роста спреда между дальним и ближним концом кривой, однако, здесь рынок будет чувствителен к фин. результатам, т.к. мультипликаторы находятся на исторических максимумах. Нефтегазовый сектор, находящийся в аутсайдерах может быть поддержан сезонным спросом в части газовых компаний, однако, структурно здесь все будет зависеть от цен на энергоносители. Мы полагаем, что еще минимум пару кварталов мы не будем наблюдать сжатие мультипликаторов, однако, отмечаем, что данная тенденция неизбежна. Классические защитные сектора продолжают оставаться аутсайдерами на фоне высоких темпов роста экономики и высокого же спроса на риск среди инвесторов. Ожидаемый рост ставок в экономике США также будет сдерживать интерес в квази-дивидендных историях, которые традиционно находятся в защитных отраслях.

Результаты компаний по GAAP, долларов США

Наименование	P/E	Оценка EPS 1Q2017	EPS факт	Оценка квартальных продаж, млн	Продажи факт, млн	Сюрприз по EPS	Сюрприз по продажам	Рост EPS, г/г	Рост продаж, г/г
APPLE INC	18,93	1,87	2,07	50700	52579	11%	4%	24%	12%
AMERICAN EXPRESS CO	18,45	1,48	1,62	8326	9003	9%	8%	30%	7%
BOEING CO	25,97	2,65	2,72	23957	24309	3%	1%	-23%	2%
CATERPILLAR INC	27,98	1,25	1,95	10733	11413	57%	6%	129%	25%
CISCO SYSTEMS INC	18,38	0,60	0,52	12107	12136	-13%	0%	1%	-2%
CHEVRON CORP	41,59	1,00	0,79	34396	33892	-21%	-1%	16%	24%
DU PONT (E.I.) DE NEMOURS	24,54	0,41	-0,23	5050	4726	-157%	-6%	-169%	2%
WALT DISNEY CO	19,52	1,14	1,07	13321	12779	-6%	-4%	-3%	-3%
GENERAL ELECTRIC CO	14,71	0,50	0,29	32543	31327	-41%	-4%	-9%	8%
GOLDMAN SACHS GROUP INC	13,17	4,25	5,02	7507	11007	18%	47%	3%	11%
HOME DEPOT INC	25,34	1,82	1,84	24523	25026	1%	2%	15%	8%
INTL BUSINESS MACHINES CORP	11,46	3,28	3,30	18612	19153	1%	3%	0%	0%
INTEL CORP	13,29	0,80	1,01	15725	16149	26%	3%	26%	2%
JOHNSON & JOHNSON	22,15	1,80	1,90	19292	19650	5%	2%	13%	10%
JPMORGAN CHASE & CO	15,14	1,65	1,75	25599	29215	6%	14%	10%	8%
COCA-COLA CO	23,24	0,49	0,50	8724	9078	2%	4%	2%	-15%
MCDONALD'S CORP	27,33	1,76	1,76	5753	5755	0%	0%	8%	-10%
3M CO	28,06	2,21	2,33	7928	8172	6%	3%	8%	6%
MERCK & CO. INC.	17,39	1,04	1,11	10542	10325	7%	-2%	4%	-2%
MICROSOFT CORP	32,39	0,72	0,84	23546	24538	17%	4%	11%	12%
NIKE INC CL B	27,57	0,48	0,57	9085	9070	19%	0%	-5%	0%
PFIZER INC	18,23	0,65	0,67	13175	13168	4%	0%	10%	1%
PROCTER & GAMBLE CO	23,46	1,08	1,09	16683	16653	1%	0%	6%	1%
TRAVELERS COS INC	15,92	0,42	0,91	7154	7325	119%	2%	-62%	5%
UNITEDHEALTH GROUP INC	24,71	2,57	2,66	50373	50322	4%	0%	23%	9%
UNITED TECHNOLOGIES CORP	19,04	1,69	1,73	14974	15062	3%	1%	-2%	5%
VISA INC	33,13	0,85	0,90	4630	4855	6%	5%	15%	14%
VERIZON COMMUNICATIONS INC	14,08	0,98	0,98	31438	31717	1%	1%	-3%	3%
WAL-MART STORES INC	22,17	0,98	1,00	121007	123179	3%	2%	2%	4%
EXXON MOBIL CORP	40,00	0,87	0,93	63079	58551	7%	-7%	48%	14%
Индекс Dow-30	20,71					4,69%	2,34%	7,22%	4,83%

Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «Личный брокер») <http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Ближайший офис: <http://www.open-broker.ru/ru/branch/>
 +7 (495) 232-99-66
 8 800 500-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ
clients@open.ru

Отдел продаж г. Москва
 +7 (495) 223-02-02
 открытие счетов, консультации по продуктам и услугам
salesoffice@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ**Отдел персонального
брокерского обслуживания**

Николай Рузайкин
Начальник отдела

Руслан Ситдеков
Диск облигаций

+7 (495) 777-34-87
<http://www.open-broker.ru/ru/investing/invest-consultant/>

Отдел анализа рынков

Константин Бушуев, PhD
Начальник отдела, макроэкономика,
глобальная стратегия

Алексей Павлов, PhD
Главный аналитик, акции, облигации

Николай Кузлев
Аналитик, технический анализ

Андрей Кочетков, PhD
Аналитик

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Дмитрий Данилин, CFA
Аналитик, международные рынки

Сергей Колесников, FRM
Аналитик, еврооблигации

Тимур Нигматуллин, MBA
Аналитик

АО «ОТКРЫТИЕ БРОКЕР» © 2017

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событий. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.