

Инвестиционная стратегия 2024

Декабрь 2023 г.



СОДЕРЖАНИЕ

- Инвестиционное заключение
- Глобальные инвестиционные темы
- Российская экономика
- Валюты
- Рублевые и валютные облигации
- Российские акции
- Китайские акции
- Индийские акции
- Приложения

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

- В США начинают наблюдаться признаки замедления экономики. Высокие доходности эквивалентны ужесточению денежной политики, что делает неактуальным повышение ставки ФРС. Доходности долгосрочных гособлигаций, вероятно, останутся в диапазоне 4,5-5,0% годовых. Замедление роста экономики должно привести к пересмотру прогнозов прибылей вниз, что негативно для акций США.
- Пессимизм рынков относительно китайской экономики, по всей видимости, прошел нижнюю точку. Высока вероятность, что китайские власти запустят стимулирование экономики – баланс рисков для китайских активов смещается в позитивную сторону. Потенциальное стимулирование увеличит давление на юань – прогнозируем рост пары USD/CNY до 7,5 в 2024 г.
- В 2024 г. ожидаем среднюю нефть Brent ~87 долл./барр. и средний Urals – ~78 долл./барр. Рынок нефти оцениваем, как сбалансированный. Давление может исходить от замедления экономики Китая и Европы, но ОПЕК+ вряд ли допустит устойчивого снижения цен.
- Ожидаем золото на уровне 2 200 долл./унц. в конце 2024 г. Допускаем, что давление от высоких доходностей гособлигаций США ослабнет во 2-й пол. 2024 г., в случае замедления американской экономики и роста ожиданий перехода ФРС к понижению ставки.
- Бюджетный импульс в России в 2024 г. будет значительным – расходы федерального бюджета по плану Минфина РФ составят 36,7 трлн руб. Одновременно более явным станет влияние начавшегося летом 2023 г. ужесточения денежной политики. Экономика с высокой базы 2023 г. будет расти медленнее – в нашем базовом сценарии ~1% г/г в 2024 г. после 2,7-3,0% г/г в 2023 г.
- Под влиянием бюджетного импульса сохранится инфляционное давление. Даже с замедлением деловой активности напряженность на рынке труда вряд ли значительно снизится. По нашим оценкам, инфляция в 2024-25 гг. останется выше цели ЦБ РФ и составит 6,6% г/г на конец 2024 г.
- Банк России будет поддерживать жесткую денежно-кредитную политику в стремлении вернуть инфляцию к целевым 4%. В нашем базовом сценарии ключевая ставка на конец 2024 г. будет находиться на уровне 13%, а средняя ставка в 2024 г. составит 14,4%.
- Динамика курса рубля будет определяться размером валютных операций, связанных с использованием средств ФНБ. Наш базовый прогноз при средней российской нефти 78 долл./барр. по паре USD/RUB – 87-90 в среднем за 2024 г.

Инвестиционные предпочтения*

Высокий внутренний спрос на фоне бюджетного импульса приводит к перегреву российской экономики, ее структурная трансформация продолжается. Ужесточение монетарной политики в ответ на ускорение инфляции должно сбалансировать ситуацию, но на это может потребоваться больше времени.

Фактор неопределенности сохраняется и ограничивает горизонт инвестиционного планирования. Предпочитаем широкую **ДИВЕРСИФИКАЦИЮ портфеля** за счет:

- **Российских акций** – выделяем внутренне-ориентированные сектора такие, как финансовый и потребительский. Отдаем предпочтение акциям транспортного сектора и ИТ-компаний – бенефициарам освободившихся ниш на российском рынке.
- **Рублевых облигаций** – в начале года видим риски коррекции, предпочитаем удерживать позицию ликвидности в инструментах денежного рынка и облигациях с плавающими купонами. Ликвидность повысит гибкость управления портфелем для последующего входа в облигации с постоянными купонами под вероятное снижение ключевой ставки во 2-й половине года.
- **Валютных облигаций** – привлекательная точка для входа в рынок «замещающих» облигаций на фоне укрепившегося курса рубля и в момент «замещения» российских корпоративных и суверенных еврооблигаций. Ждем стабилизации доходностей «замещающих» облигаций до конца 2024 г.
- **Китайских акций** – позитивно оцениваем перспективы рынка с приближением момента запуска государственных стимулов для сектора недвижимости Китая. Ждем возобновления чистого притока инвестиций на фондовый рынок Гонконга после негативного тренда в 2023 г.
- **Индийских акций** – видим потенциал подъема рынка на высоких темпах роста экономики Индии и притоке зарубежных инвестиций. Оптимальным для входа может стать период после парламентских выборов в мае 2024 г. Предпочитаем ИТ и финансовый сектор, промышленность.

*Бенчмарки: Индексы Мосбиржи (полная доходность), Hang Seng, BSE Sensex
Источник: оценки и расчеты аналитиков

ГЛОБАЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ТЕМЫ

ЭКОНОМИКА США

В США начинают наблюдаться признаки замедления экономики, но политика ФРС может оставаться жесткой при сильном бюджетном импульсе в 2024 г.

- Произошедший рост долгосрочных доходностей гособлигаций США эквивалентен очередному раунду ужесточения денежной политики и делает неактуальным дальнейшее повышение ставки ФРС.
- В год выборов в США ожидается существенный бюджетный стимул – проектные оценки расходов бюджета на 2024 финансовый год составляют почти 6,9 трлн долл. или рост на 9% г/г, дефицит бюджета может быть 7% от ВВП (после 6,3% в 2023 г.), что носит проинфляционный характер.
- При устойчивом инфляционном давлении ФРС может потребоваться удерживать ставку на высоком уровне. Нарастание Казначейством США долга и в последующем замещение коротких бумаг длинными будут удерживать доходности долгосрочных облигаций высокими – в диапазоне 4,5-5,0% годовых.
- Ухудшение перспектив экономического роста в США должно привести к пересмотру прогнозов корпоративных прибылей вниз, что негативно для рынков акций.

Прогноз корпоративных прибылей и динамика P/E (по S&P 500)



Доходность 10-летних гособлигаций США, %



ЭКОНОМИКА КИТАЯ

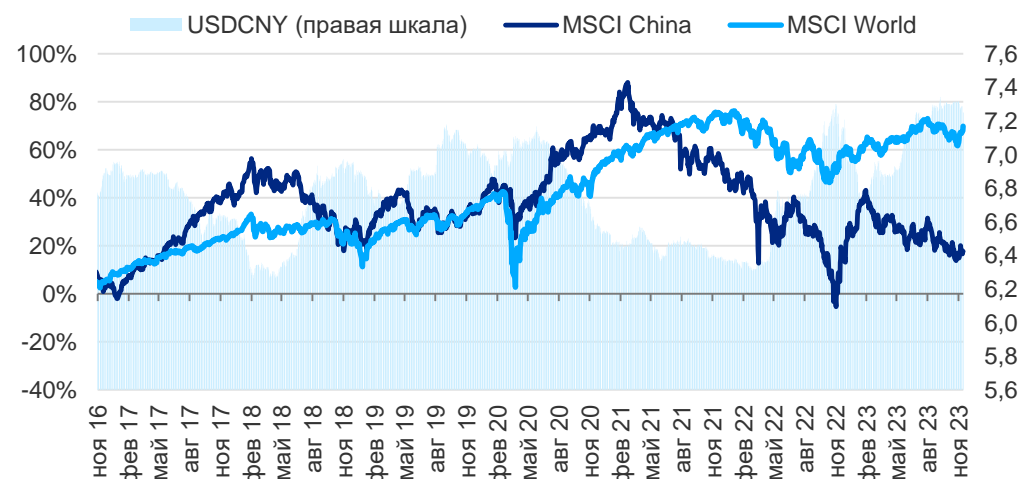
Экономические индикаторы демонстрируют улучшение под конец 2023 г. Приближается момент запуска масштабных стимулов

- Макроэкономические данные Китая продолжают улучшаться. ВВП Китая вырос на 4,9% в 3 кв. 2023 г. – выше ожидавшихся 4,4%. Розничные продажи в октябре выросли на 7,6% г/г против прогнозов 7% г/г и 5,5% г/г в сентябре. Промпроизводство в октябре выросло на 4,6% г/г против прогнозных 4,4% г/г и 4,5% г/г в сентябре.
- Ряд девелоперов (Evergrande, Country Garden и некоторые более мелкие) ещё находятся в состоянии дефолта. Власти Китая предприняли меры поддержки сектора недвижимости в 2023 г., включая понижение процентных ставок на 10-15 б.п. и уменьшение первоначального взноса по ипотеке. Однако рынок в ожидании крупномасштабных стимулов, которые остановят распространение долгового кризиса, поддержат цены на жилье и продажи, а также вернут доверие покупателей жилья.
- Государственные стимулы экономики увеличат давление на китайский юань, однако Национальный банк Китая защищает национальную валюту от ослабления выше отметки в 7,3 к доллару. Потенциальные стимулы и ослабление юаня должны поддержать рост внутреннего потребления и промпроизводства в 2024 г.

Рост промышленного производства и розничных продаж



Китайские индексы* продолжают отставать от глобальных**, давление на юань сохраняется

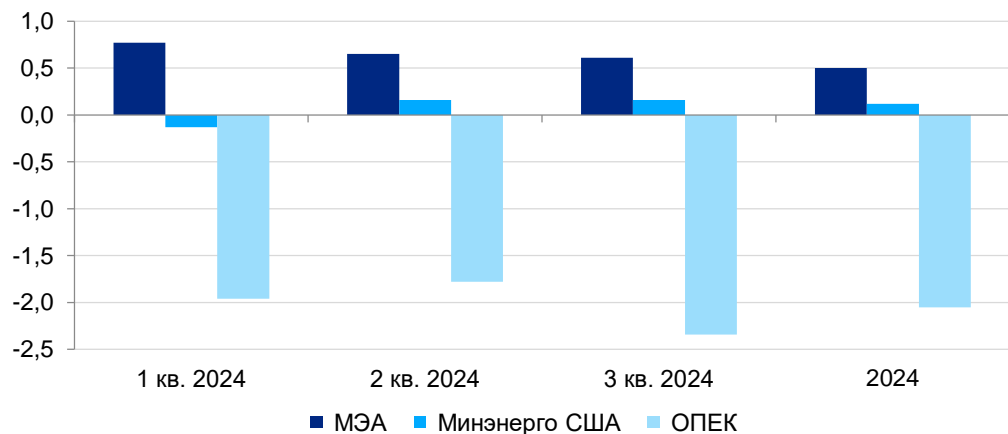


РЫНОК НЕФТИ

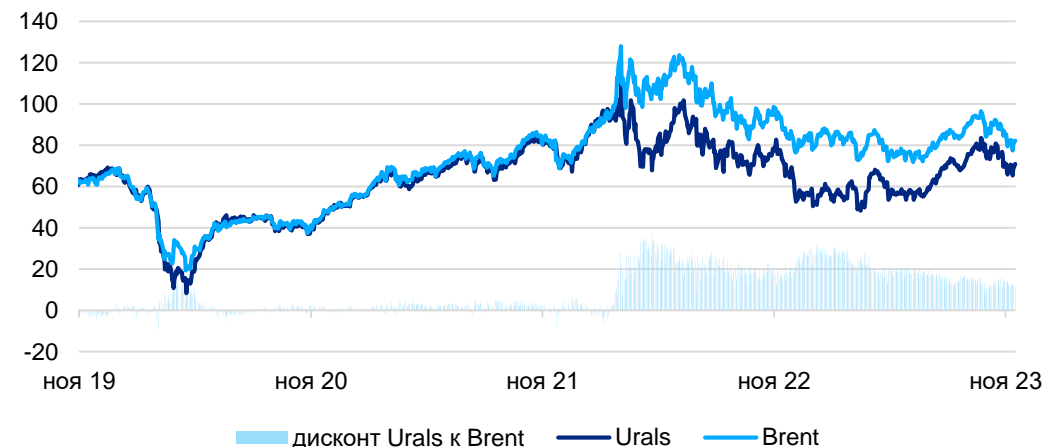
Наш прогноз средней цены Brent в 2024 г. – 87 долл./барр., нефти Urals – 78 долл./барр.

- Страны ОПЕК+ дважды в этом году принимали меры по сокращению добычи при падении цены Brent ниже отметки 80 долл./барр. (1,66 млн б/д весной и 1,3 млн б/д летом). Падение цены в ноябре также вызвало реакцию ОПЕК+ – на встрече 30 ноября принято решение сократить добычу еще на 0,9 млн б/д на 1 кв. 2024 г.
- Оценивающие рынок нефти организации, МЭА, Минэнерго США и ОПЕК, имеют сильные расхождения в оценках ситуации на рынке в 2024 г., что отражает высокую неопределенность перспектив крупнейших экономик в следующем году. Согласно МЭА, в среднем по 2024 г. ожидается профицит в размере 0,5 млн б/д. Минэнерго США оценивает профицит в 120 тыс. б/д, а ОПЕК ждет дефицита в 2 млн б/д. Эти оценки не учитывают решение ОПЕК+ 30 ноября.
- Полагаем, что цены на нефть будут оставаться в диапазоне 80-95 долл./барр. в 4 кв. 2023 г. – 1 кв. 2024 г., после чего перейдут к снижению на фоне замедления роста ключевых мировых экономик. Считаем, что ОПЕК+ постарается не допустить снижения цен на нефть ниже 80 долл./барр. в следующем году.
- Дисконт Urals к Brent сильно сократился, с 34 долл./барр. в марте до 10,3 долл./барр. в ноябре, по данным Минфина РФ. Прогнозируем среднюю цену Urals в 2024 г. на уровне 78 долл./барр.

Профицит (+) / дефицит (-) на рынке нефти по оценкам разных организаций, млн б/д



Динамика цен на Brent, Urals и дисконта, долл./барр.

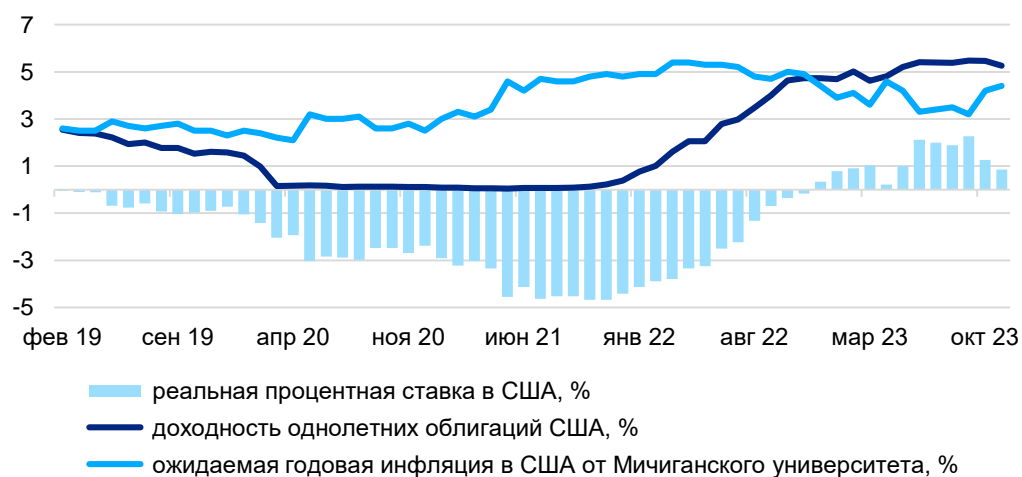


ЗОЛОТО

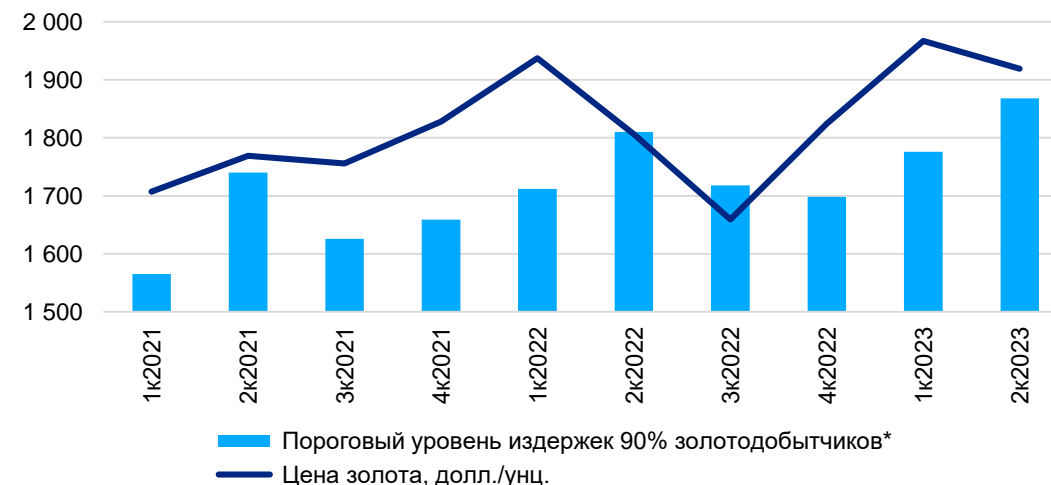
Наш прогноз на конец 2024 г. – 2 200 долл./унц.

- Центральные банки мира в условиях устойчивой инфляции будут удерживать ставки высокими дольше, чем ранее предполагали рынки. Из-за этого доходности остаются высокими, что вывело реальные процентные ставки в положительную зону во многих странах. Это негативно для не приносящего доход золота.
- Мы ожидаем, что в 1 пол. 2024 г. цена золота останется под давлением и перейдет к росту во 2 пол. года, разорвав корреляцию с парой EUR/USD и другими рисковыми активами, когда ЦБ мира начнут снижать ставки вслед за замедлением экономического роста.
- Из-за инфляции произошел рост производственных издержек золотодобытчиков. Затраты 10% наименее прибыльных производителей (AISC 90-ого перцентиля) во 2 кв. 2023 г. оцениваются в 1 870 долл./унц. Исторически цены на золото превышают маржинальные затраты на 10-20%.
- Золото как актив с валютной экспозицией, но в российской инфраструктуре, хорошо подходит для диверсификации портфеля, выступая в качестве страховки на случай ослабления рубля. Начавшееся в 4 кв. 2023 г. укрепление рубля можно использовать для поиска точки входа в золото.

Выход реальной процентной ставки в США в положительную зону сдерживает рост цены золота



Рост производственных затрат золотодобытчиков



РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ НА 2023-2024 ГГ.

Российская экономика успешно прошла эпизод турбулентности: выпуск вышел на траекторию роста, торговые потоки переориентировались. Основным ограничением остаются дисбалансы на рынке труда

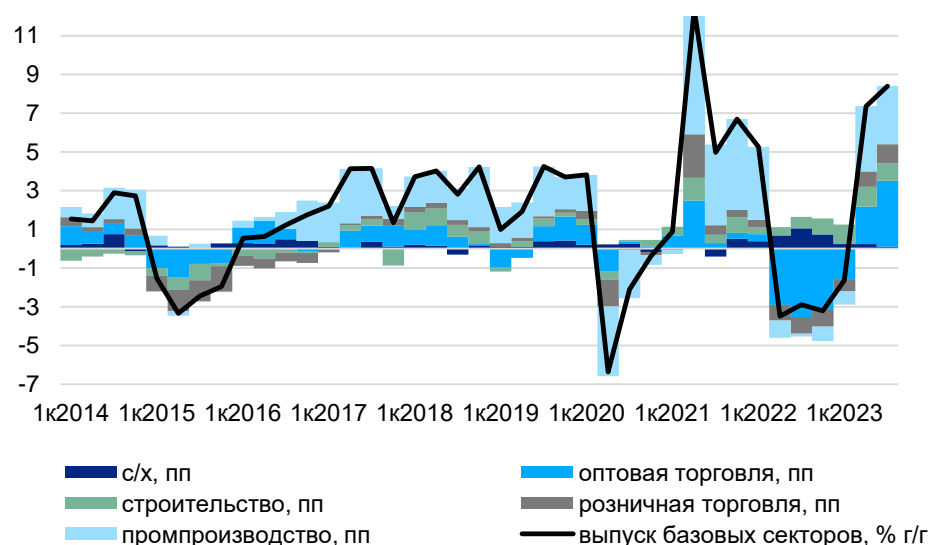
Прогноз макроэкономических показателей в 2023-2024 гг.				Сценарии на 2024 г.			Консенсус
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2022	2023П	2024П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2024
ВВП, % г/г	-2,1	2,8	0,9	0,0	0,9	2,3	1,5
Промпроизводство, % г/г	-0,6	4,6	3,0	2,0	3,0	4,0	
Потребление домохозяйств, % г/г	-1,4	6,0	0,0	-2,5	0,0	1,5	
ЦЕНЫ	2022	2023П	2024П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2024
ИПЦ, % сред. за год	14,5	5,9	7,7	8,8	7,7	6,8	6,6
ИПЦ, % г/г	11,9	7,5	6,6	8,2	6,6	5,5	5,1
ФИСКАЛЬНАЯ И ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА	2022	2023П	2024П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2024
Ключевая ставка, % на конец периода	7,5	16,0	13,0	16,0	13,0	10,0	
Баланс бюджета, % ВВП	-2,3	-1,8	-1,5	-3,5	-1,5	0,0	
ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ И ТОРГОВЛЯ	2022	2023П	2024П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2024
USDRUB, сред. за год	67,5	84,5	90,0	99,2	90,0	87,3	94,0
USDRUB, на конец периода	70,3	91,0	92,0	107,4	92,0	85,5	
CNYRUB, сред. за год	10,2	11,9	12,0	13,2	12,0	11,6	
CNYRUB, на конец периода	9,9	12,6	12,3	14,3	12,3	11,4	
Счет текущих операций, млрд долл.	227	69	88	32	88	131	
ДОПУЩЕНИЯ	2022	2023П	2024П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2024
Цена на нефть Urals, долл./барр., сред.	76	65	78	59	78	94	72
Вероятность сценария, %				25	50	25	

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ

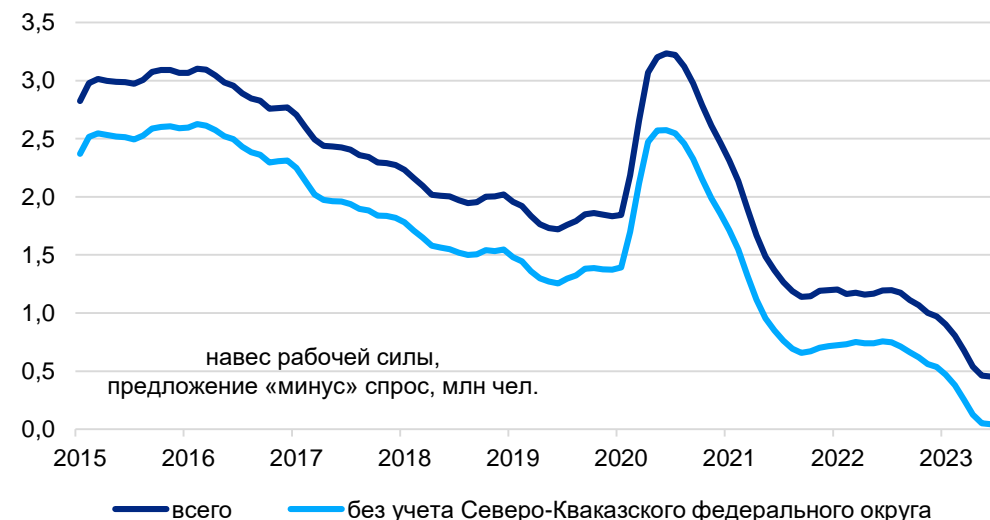
Экономика восстановилась после снижения 2 кв. 2022 г. – с высокой базы 2023 г. будет расти более медленными темпами

- ВВП РФ по итогам 2022 г. сократился лишь на 2,1%. Основное снижение наблюдалось во 2 кв. 2022 г. – на 4,1% г/г, с тех пор экономика восстанавливалась, а в 2023 г. вернулась к докризисным уровням – рост ВВП будет близок к 3%.
- Большой вклад в динамику ВВП вносит бюджетный импульс. В 2024 г. более явным станет влияние начавшегося летом 2023 г. ужесточения денежно-кредитной политики. В результате, экономика с высокой базы 2023 г. будет расти более медленными темпами – в нашем базовом сценарии около 1% г/г в 2024 г.
- С перегревом экономики все более яркой становится напряженность на рынке труда: безработица регулярно обновляет исторические минимумы – в июле-сентябре оставалась на уровне 3,0%, в октябре снизилась до 2,9%. Рост реальных зарплат ускорился с октября 2022 г. – в августе 2023 г. они прибавили 9,5% г/г, а на пике, в мае 2023 г., темпы достигали 13,3% г/г. Недостаток рабочей силы подтверждается опросами ЦБ РФ: каждое второе предприятие испытывает дефицит кадров, а обеспеченность работниками в 3 кв. 2023 г. была минимальной с 1 кв. 2020 г. – дефицит отмечают предприятия всех отраслей.

Декомпозиция выпуска базовых секторов, % г/г



Число свободной рабочей силы на исторических минимумах

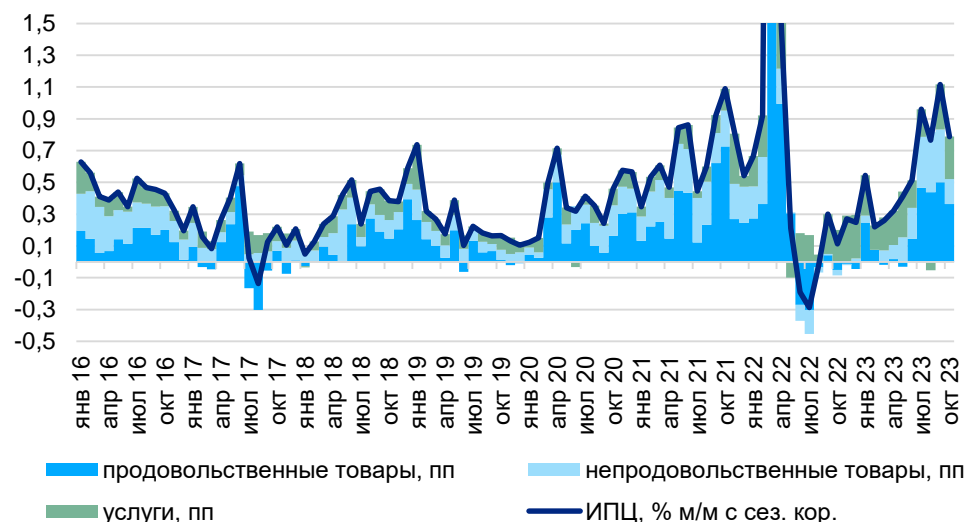


ИНФЛЯЦИЯ

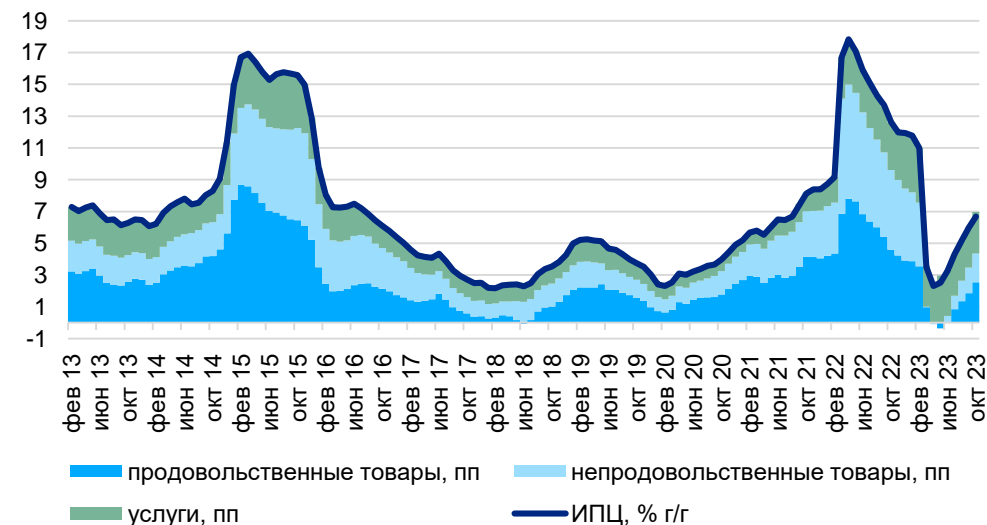
Годовая инфляция прошла локальный минимум в апреле. По нашим прогнозам, на конец 2023 г. она составит 7,5% г/г, а в 2024 г. останется выше цели

- Годовая потребительская инфляция достигла локального минимума в 2,3% г/г в апреле – с тех пор она устойчиво ускорялась, а по итогам октября составила 6,7% г/г.
- С коррекцией на сезонность текущие темпы инфляции сейчас значительно выше целевых уровней – в сентябре были равны 14,6% SAAR, в октябре – 9,5% SAAR. В 2024 г. инфляция останется выше целевых уровней – в нашем базовом сценарии 6,6% на конец года.
- Бюджетная политика остается мягкой, рынок труда – напряженным, что продолжает оказывать проинфляционное давление. Ослабление курса рубля переносится в потребительские цены. Дополнительные факторы – рост тарифов на ж/д перевозки и электроэнергию, изменение отсечки для расчета экспортной пошлины на зерно. Риски также связаны с короткой срочностью сбережений населения – высокой долей ликвидных активов в их структуре.
- Дезинфляционные риски связаны со снижением спроса по мере влияния жесткой денежно-кредитной политики на экономику.

Декомпозиция текущих сезонно-скорректированных темпов инфляции, % м/м с сезонной коррекцией



Декомпозиция годовой инфляции, % г/г

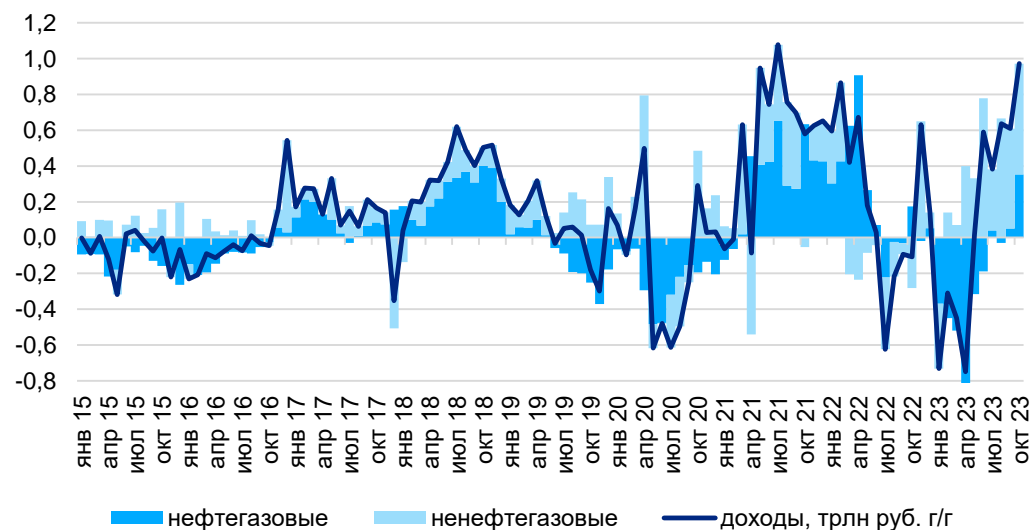


БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА

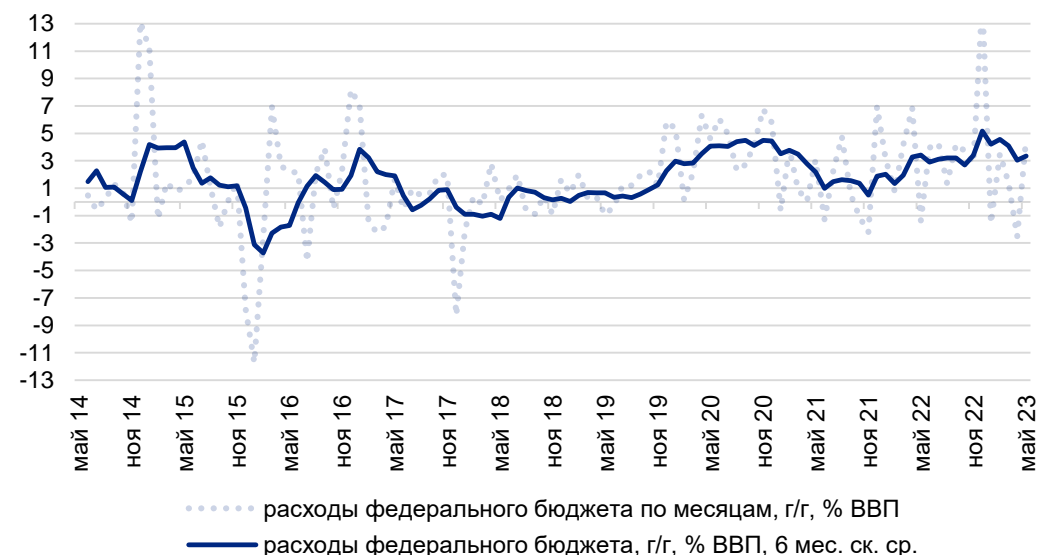
Бюджетный импульс увеличивает проинфляционные риски

- Бюджетные проектировки на 2024-26 гг. подразумевают смягчение бюджетной политики – бюджетный импульс будет дальше нарастать. Траты, по планам Минфина РФ, прирастут с обозначенных в «Электронном бюджете» 32,5 трлн руб. в 2023 г. до 36,7 трлн руб. в 2024 г., отклонившись от предыдущих проектировок (более чем на 7 трлн руб. в 2024 г.). В бюджетном правиле поменялась отсечка для расчета базовых нефтегазовых доходов – структурные расходы среднесрочно вырастут.
- Накопленный за январь-октябрь 2023 г. дефицит федерального бюджета составил 1,2 трлн руб. против плана Минфина РФ на весь 2023 г. в 3,0 трлн руб. Ситуация с бюджетом (баланс дополнительных нефтегазовых доходов и расходов сверх бюджетного правила) улучшилась под влиянием осеннего роста цен на нефть Urals и ослабления рубля. Ненефтегазовые доходы растут вместе с экономической активностью.
- Расходы остаются высокими, а бюджетная политика – мягкой. Дополнительным источником бюджетного импульса становятся инвестиции из ФНБ – плановый объем на 2024-26 гг. составляет до 3,2 трлн руб.

Доходы федерального бюджета, трлн руб. г/г



Бюджетный импульс экономике, % ВВП г/г

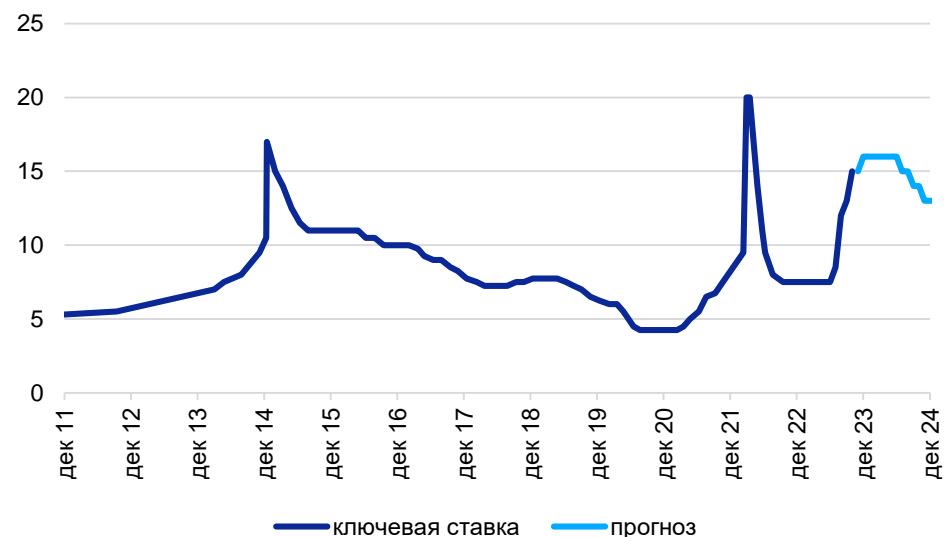


ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Денежно-кредитная политика значительно ужесточилась с реализацией проинфляционных рисков

- Основным определяющим фактором для динамики ключевой ставки являются текущие темпы инфляции, в меньшей степени – инфляционные ожидания (в первую очередь, заложенные в ОФЗ-ИН) и курс рубля.
- С ускорением текущих темпов инфляции и ослаблением рубля Банк России резко повысил ключевую ставку – с сентября 2022 г. по июнь 2023 г. она оставалась на уровне 7,5%, а затем резко выросла в сумме на 750 б.п. до 15,0%, 350 б.п. из которых – на внеочередном заседании в августе.
- Банк России подчеркивает готовность сохранять денежно-кредитную политику жесткой продолжительное время, чтобы вернуть инфляцию к целевым 4%. В связи с этим мы ждем, что в следующем году ключевая ставка останется двузначной – в базовом сценарии может снизиться до 13,0% к концу 2024 г.

Ключевая ставка Банка России, %



Кредитный импульс от розничного банковского кредитования восстанавливается, % ВВП



ВАЛЮТЫ

ВЗГЛЯД НА ПАРУ EUR/USD

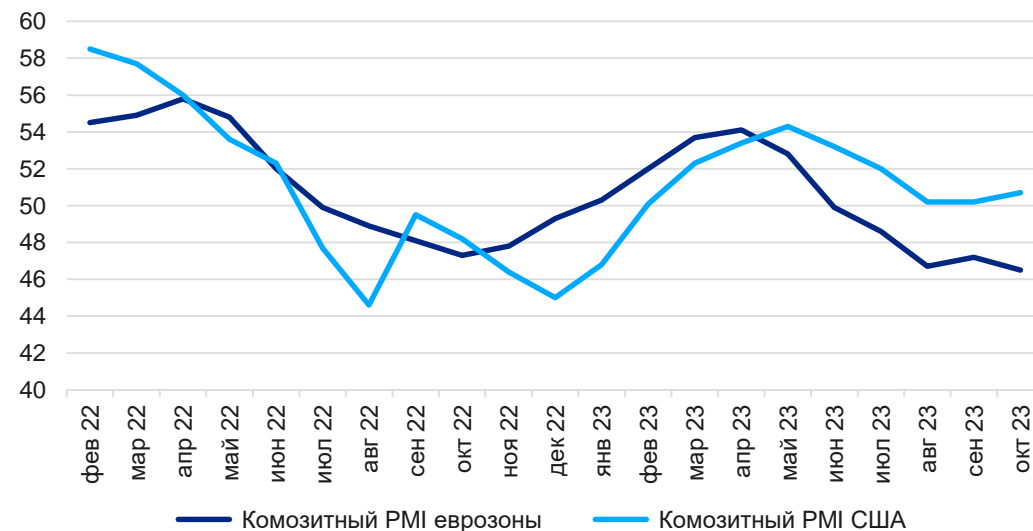
**ЕЦБ начнет снижать ставку намного раньше ФРС, что ослабит евро.
Наш прогноз по паре EUR/USD на конец 2024 г. – 1,03**

- В последние 2,5 года пара евро-доллар показывает высокую корреляцию с разницей 2-летних доходностей облигаций США и Германии. В ноябре пара выросла от 1,05 до 1,10 в отрыве от этой корреляции. Полагаем, что пара сильно снизится уже в ближайшие месяцы и может приблизиться к паритету в 2024 г.
- Экономика США сильно опережает по росту еврозону: в 3 кв. 2023 г. ВВП США вырос на 5,2% годовых, а ВВП еврозоны упал на 0,4% годовых. Опережающие показатели, индексы деловых настроений PMI, также сильно расходятся в пользу США. Разница вызвана существенным бюджетным стимулом в США в отсутствие такого стимула в еврозоне. Эта тенденция продолжится – в 2024 финансовом году ожидается дефицит бюджета США на уровне 7% ВВП.
- ЕЦБ имеет меньше маневра для борьбы с инфляцией из-за слабого экономического роста. Фьючерсы на ставки закладывают, что к июню 2024 г. ставка ФРС будет понижена один раз, ставка ЕЦБ – дважды. Полагаем, что расхождение может быть больше, ФРС будет удерживать жесткую политику дольше ЕЦБ.

Корреляция EUR/USD и разницы ставок США и Германии



Индексы настроений PMI в США намного выше, чем в еврозоне

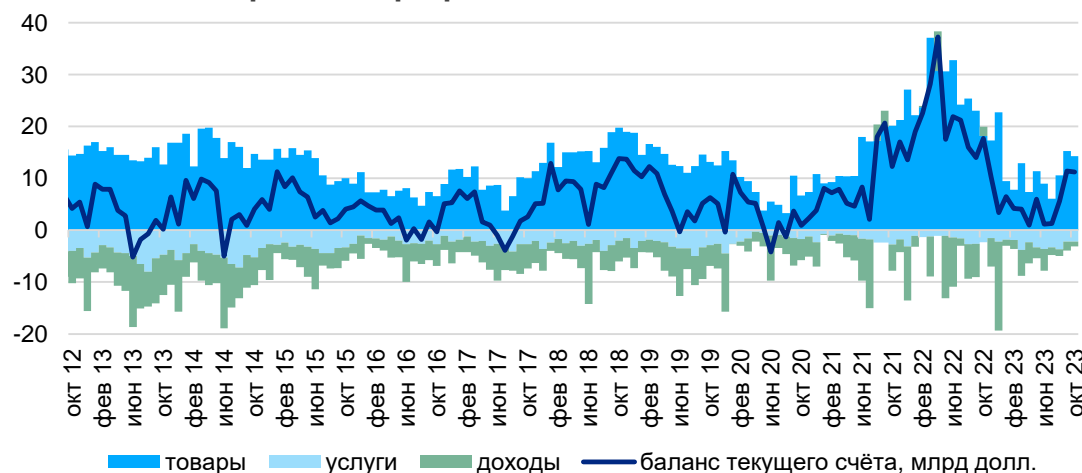


ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ

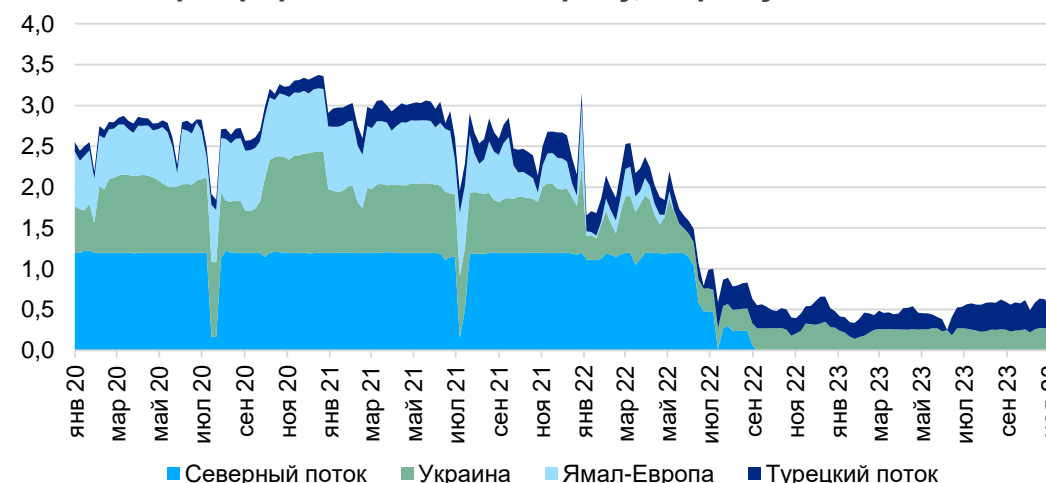
Ждем курс в диапазоне 87-90 руб./долл. в среднем за 2024 г.

- Ослабление рубля в 2023 г. отразило как снижение цен на российскую нефть, так и рост импорта. В том числе оно было связано с выводом средств нерезидентами, продававшими российские активы, закрытием банками ОВП*, снижением нормы репатриации экспортной выручки до нуля и выводом средств физлицами.
- Дополнительным фактором ослабления рубля становятся повышенные бюджетные расходы, приводящие к спросу на импорт. В случае роста расходов рубль будет дальше отклоняться от среднесрочно равновесных уровней, у которых он стабилизировался бы, в случае приверженности Минфина РФ бюджетному правилу.
- В 4 кв. 2023 г. рубль укрепляется с увеличением объемов конвертируемой экспортной выручки из-за роста цен на российскую нефть. В октябре нефтегазовые доходы бюджета прошли локальный максимум, составив 1,6 трлн руб.
- Динамика курса рубля в 2024 г. будет определяться размером валютных операций, связанных с использованием средств ФНБ. ЦБ РФ объявил о возобновлении регулярных валютных операций в рамках бюджетного правила, но вместе с ними будет как совершать отложенные с 2023 г. покупки в размере 1,6 трлн руб., так и продавать валюту в объеме расходования средств ФНБ в целях финансирования дефицита бюджета за 2023 г. Предельный объем продаж (доп.расходов бюджета) составляет 2,9 трлн руб., но может существенно отклониться от этих объемов по итогам года, что может повлиять на траекторию курса соответственно в обе стороны.

Торговые профициты восстанавливаются



Экспорт природного газа в Европу, млрд куб. м. в неделю

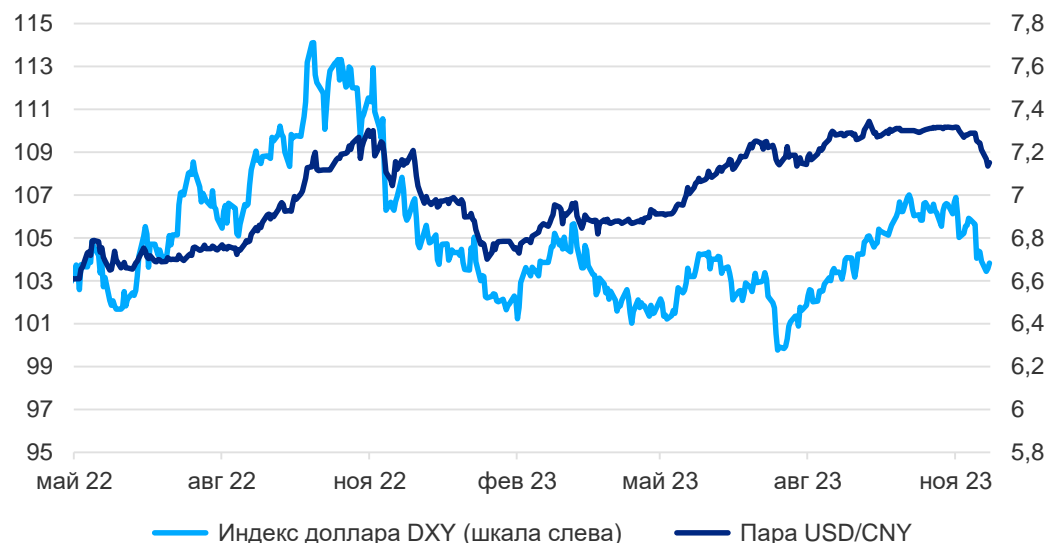


КИТАЙСКИЙ ЮАНЬ

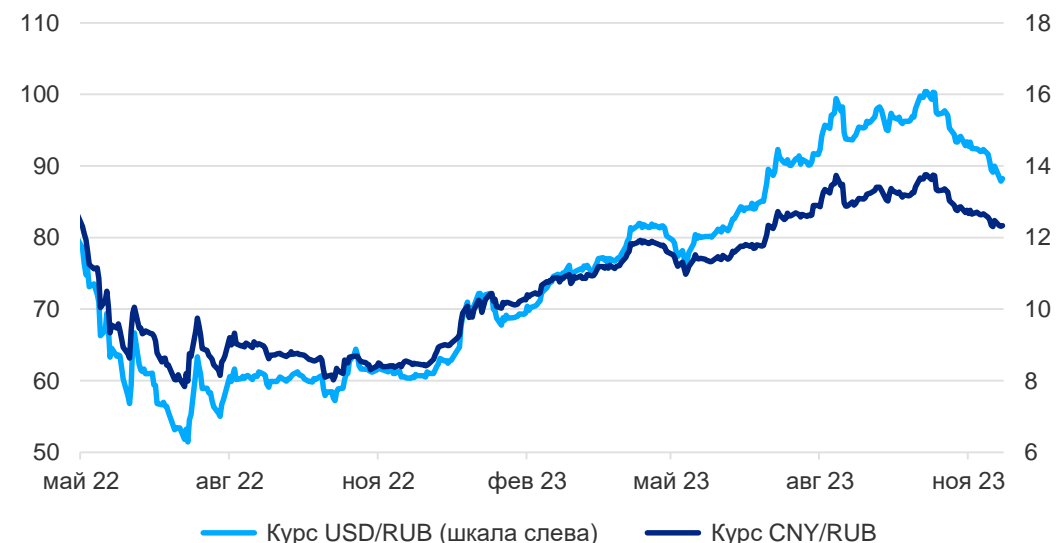
Юань будет оставаться слабым к доллару

- Курс юаня к доллару последние 7 лет движется в диапазоне 6,3-7,3 юаней за доллар. Большую часть 2 пол. 2023 г. пара находилась прямо на верхней границе диапазона на фоне смягчения политики ЦБ Китая, но в ноябре юань вырос на фоне общего ослабления доллара на мировых рынках.
- Курс пары USD/CNY не является свободным, контролируется ЦБ Китая. Во 2 пол. 2023 г. регулятор смог успешно защитить уровень 7,30, однако в 2024 г. замедление экономики, снижение экспорта и рост доллара могут заставить ЦБ Китая передвинуть курс. Ждем USD/CNY на отметке 7,50 на конец 2024 г.
- В условиях ограниченной волатильности пары USD/CNY курс CNY/RUB является почти полным аналогом USD/RUB. Некоторая разница в динамике проявляется при ослаблении юаня к доллару. При ожидаемом нами курсе рубля к доллару прогнозируем пару CNY/RUB на уровне 12,3 на конец 2024 г.

Динамика индекса доллара DXY и пары USD/CNY



Сравнительная динамика пары USD/RUB и CNY/RUB



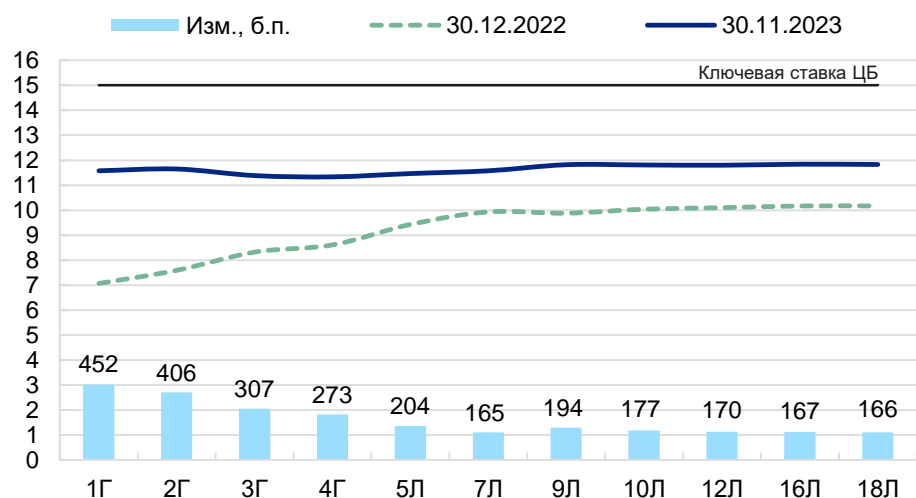
РУБЛЕВЫЕ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

РЫНОК ОФЗ

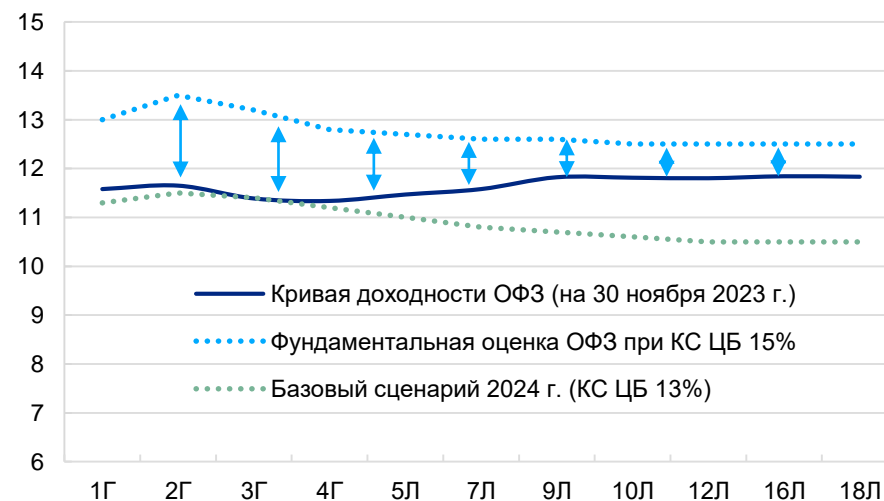
Ускорение инфляции и ужесточение монетарной политики привели к росту доходностей

- ЦБ РФ с середины лета повысил ключевую ставку с 7,5% до 15% в октябре («+750 б.п.») из-за ускорения инфляции. Доходности ОФЗ отреагировали меньшим ростом – на 165-450 б.п. с начала года до 11,3-11,8% годовых (сроком 1-18 лет). Несмотря на последнее повышение ставки с 13% до 15%, доходности ОФЗ даже снизились, кривая госбумаг стала плоской с небольшим положительный наклоном в «+15-20 б.п.» (разница между ОФЗ 10 лет и 2 года).
- Текущие доходности ОФЗ далеки от фундаментальных уровней при высокой ключевой ставке 15% и сигнале регулятора придерживаться жесткой монетарной политики продолжительное время – снижение ставки вероятно не ранее 2 пол. 2024 г. Отклонение возможно из-за технических факторов – дефицит новых облигаций с постоянными купонами и высокий «аппетит» на них у фондов, регуляторные потребности банков в ликвидных инструментах и др.
- Ослабление технических факторов приведет к переоценке ОФЗ ближе к фундаментальным уровням доходностей 13,5-12,5% годовых. Вероятна коррекция ОФЗ в 1 кв. 2024 г., в т.ч. с увеличением аукционов Минфина РФ – программа заимствований на 2024 г. превышает 4 трлн руб. (т.е. не менее 1 трлн руб. в квартал).
- Предпочитаем удерживать позицию ликвидности в инструментах денежного рынка и облигациях с плавающими купонами. Ликвидность повысит гибкость управления портфелем для последующего входа в облигации с постоянными купонами после коррекции под вероятное снижение ставки во 2-й половине 2024 г.

Динамика кривой доходности ОФЗ, %



Оценка кривой ОФЗ, %

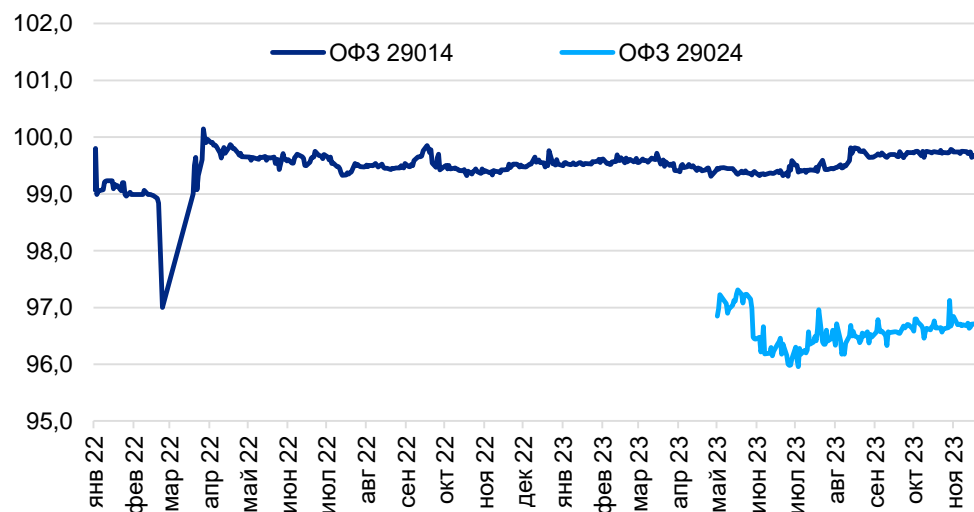


ОФЗ С ПЛАВАЮЩИМИ КУПОНАМИ

Оперативно подстраиваются к текущим ставкам и устойчивы в цене

- Период вероятной коррекции на долговом рынке в начале 2024 г. оптимально переждать в ликвидных гособлигациях с плавающими купонами (ОФЗ-флоатерах).
- За счет переменного купона они оперативно подстраиваются к изменению ключевой ставки ЦБ РФ, обеспечивая текущую рыночную доходность. Благодаря этому механизму цены на ОФЗ-флоатеры стабильны – даже в кризисный момент отклонения не превышают 3-4 п.п., а снижение отыгрывается быстро.
- Среди ОФЗ-флоатеров предпочтительнее «новые» серии, размещение которых стартовало с 2020 г. По этим выпускам в качестве ежеквартального купона выплачивается средняя ставка денежного рынка RUONIA за соответствующий период.
- Обратить внимание можно на ликвидные выпуски ОФЗ 29014 и ОФЗ 29024 с премией к RUONIA (порядка 5-40 б.п.). Для информации, значение ставки RUONIA (овернайт) после повышения ключевой ставки ЦБ РФ до 15% (с 30 октября) – на уровне 14,2-15,1%.

Динамика цены ОФЗ с плавающими купонами, %



Динамика ключевой ставки ЦБ РФ и RUONIA, %

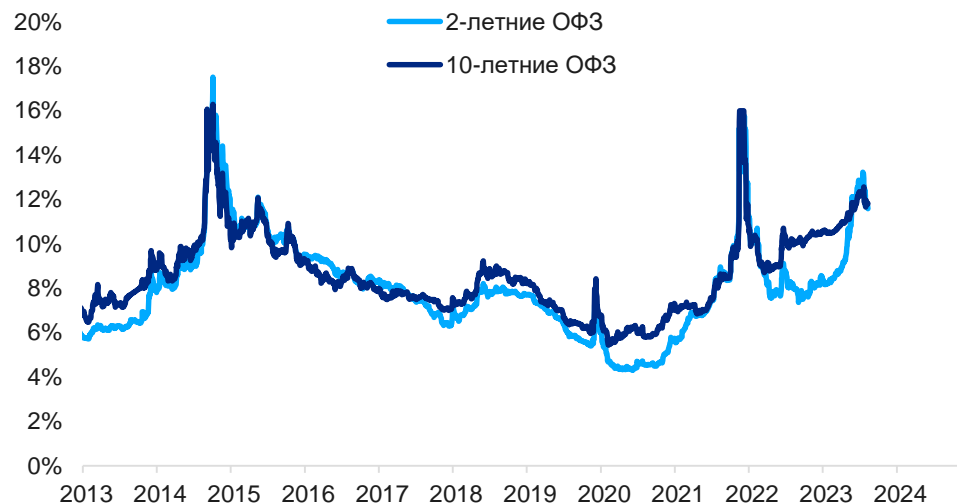


ВЫСОКИЙ ПОТЕНЦИАЛ ОФЗ НА СРЕДНЕМ СРОКЕ

Банк России неоднократно добивался возвращения инфляции к цели – жесткость в монетарной политике приведет к должному результату

- Высокий уровень ключевой ставки должен способствовать возвращению инфляции ближе к цели на горизонте 1-2 лет. С начала политики таргетирования инфляции Банк России неоднократно добивался возвращения ее уровня к 4% после стресса в экономике.
- В базовом сценарии ждем снижение ключевой ставки ЦБ РФ до 13% до конца 2024 г. при инфляции ~6,6% г/г по итогам следующего года. Начало понижения ключевой ставки вероятно не ранее 2 пол. 2024 г.
- Двухзначный уровень доходностей ОФЗ с постоянными купонами формирует высокий потенциал для их снижения на горизонте 1-2 лет. Впрочем, тактически в ближайшее время целесообразно держать средства в инструментах денежного рынка под высокие ставки и для повышения гибкости управления портфелем.
- Минфин РФ в 2024 г. планирует заимствования >4 трлн руб., что может повысить давление на рынок ОФЗ, ограничив потенциал роста цен в следующем году.

Динамика доходностей ОФЗ



Динамика ключевой ставки ЦБ РФ и инфляции

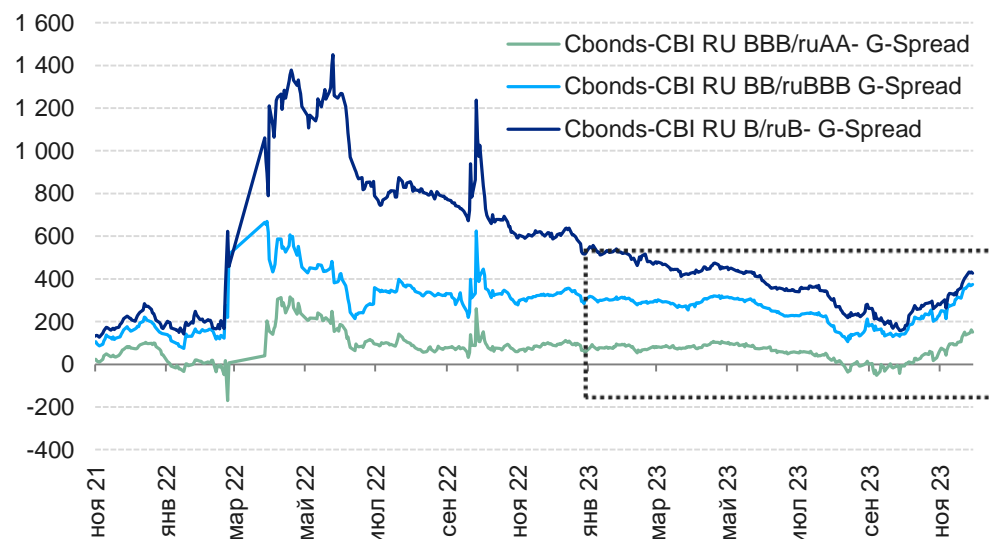


КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

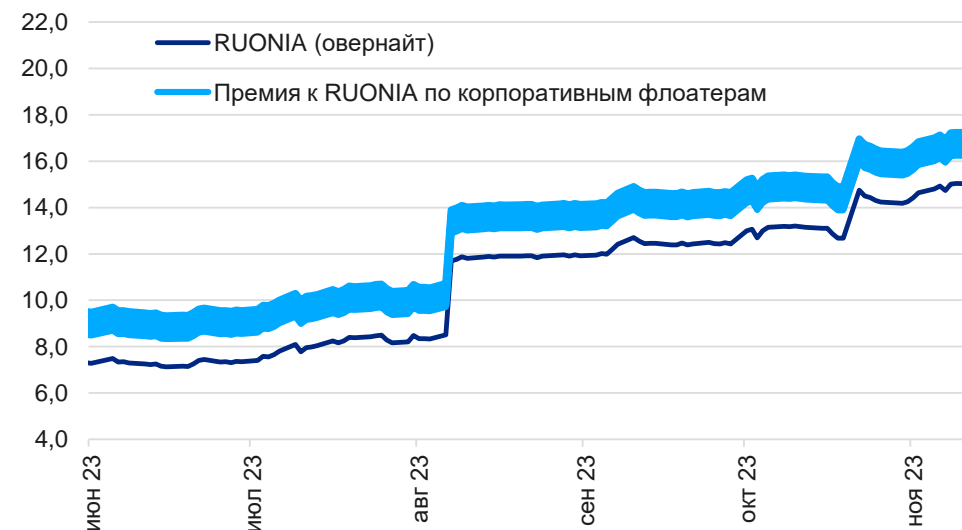
При жесткой монетарной политике выпуски с плавающими купонами выглядят предпочтительней

- Кредитные премии корпоративных облигаций к ОФЗ расширились в результате ралли на рынке ОФЗ. Их уровень приблизился к средним значениям до начала повышения ключевой ставки ЦБ. В случае коррекции ОФЗ в начале 2024 г., кредитные спреды, вероятно, сократятся, и их привлекательность становится неочевидной. С доходностью ~13-14% годовых облигации качественных заёмщиков уступают денежным фондам.
- В период жесткой монетарной политики заемщики, вероятно, продолжат размещать облигации с плавающими купонами (флоатеры), что не будет приводить к переоценке доходностей корпоративных облигаций на вторичном рынке. Компании могут тестировать рынок, выходя с облигациями с постоянными купонами сроком 1-2 года, но спрос на них может оказаться сдержанным / фрагментированным.
- Ключевая ставка, вероятно, останется двузначной продолжительное время, и интерес в начале 2024 г. могут представлять облигации заемщиков с плавающими купонами – дают премию 120-220 б.п. к ставке денежного рынка RUONIA. Но нужно учитывать риски ликвидности данной категории бумаг – с началом цикла смягчения монетарной политики интерес к флоатерам может снизиться, а разница между ценой на продажу / покупку – заметно расширится (оценочно до 2-5 п.п.).

Кредитные спреды корпоративных облигаций, б.п.



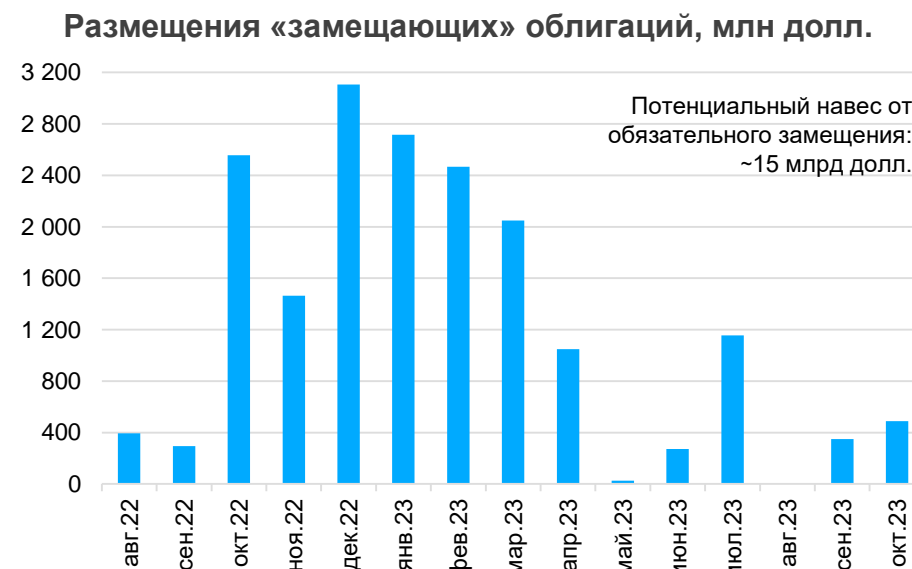
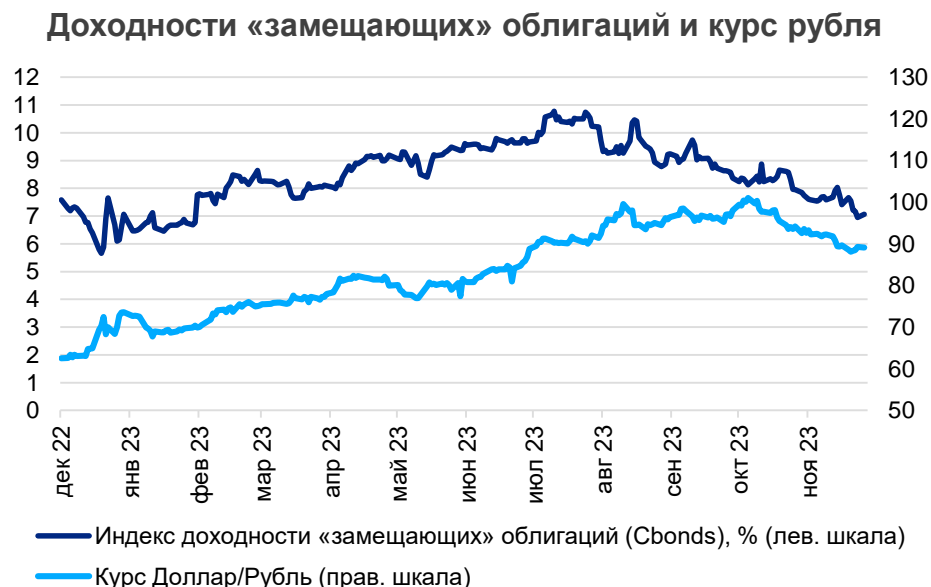
Ставки купонов корпоративных флоатеров и RUONIA



«ЗАМЕЩАЮЩИЕ» ОБЛИГАЦИИ В ВАЛЮТЕ

После обязательного замещения рынок может удвоиться.
Ждем стабилизации доходностей в 2024 г.

- Рынок «замещающих» облигаций может удвоиться после обязательного замещения корпоративных еврооблигаций по указу президента №364 (до ~30 млрд в долл. эквиваленте). Можно также ожидать прихода на рынок «замещающих» облигаций Минфина РФ – объем суверенных еврооблигаций в обращении равен ~34 млрд в долл. эквиваленте (октябрь 2023 г.), при этом у резидентов было ~54% этих госбумаг (данные ЦБ РФ на 1 октября 2023 г.).
- Навес предложения новых корпоративных и суверенных «замещающих» облигаций приводит к ценовым колебаниям на рынке. Весомым фактором для движения котировок также остается динамика курса рубля – в момент его ослабления инвесторы фиксируют рублевую прибыль (цены снижаются), а укрепление используют для наращивания позиций (приводит к росту цен).
- Возникший осенью дефицит новых бумаг и устойчивый курс рубля показали, как могут стабилизировать рынок «замещающих» облигаций – доходности пошли вниз в район 6-7% годовых. Рассчитываем, что после обязательного замещения технический фактор навеса предложения уйдет, инвесторы будут оценивать «замещающие» облигации, исходя из фундаментальных характеристик надежности заемщиков, рынок в целом сбалансируется.



РОССИЙСКИЕ АКЦИИ

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ: ОЦЕНКА

Темпы роста рынка могут ускориться по мере формирования ожиданий по снижению ключевой ставки

- Банк России, вероятно, будет придерживаться жесткой денежно-кредитной политики в стремлении вернуть инфляцию к целевым 4%. В нашем базовом сценарии ключевая ставка по итогам 2024 г. составит 13%, при этом ее среднее за год значение – 14,4%.
- Совокупная доходность Индекса Мосбиржа растет с 12,8% до 39,9% при снижении безрисковой ставки до 10% в оптимистичном сценарии (против 13% в базовом).
- В базовом сценарии прогноз основан на средней цене нефти марки Urals 78 долл./барр. и USD/RUB – 90 в 2024 г.
- Долгосрочно российский фондовый рынок имеет потенциал роста за счет расширения мультипликатора до 7х PE на снижении инфляции и безрисковой ставке.

Оценка Индекса Мосбиржи в 2024 г.*

Сценарий	Негативный	Базовый	Позитивный
Вероятность, %	25%	50%	25%
Безрисковая ставка, %	16,0%	13,0%	10,0%
Стоимость долга, %	17,0%	14,0%	11,0%
Премия за риск инвестирования в акции, %	7,0%	6,0%	5,0%
Стоимость акционерного капитала, %	24,0%	20,0%	16,0%
P/E	4,2	5,0	6,3
2024 EPS	645	648	656
Индекс МосБиржи	2 689	3 242	4 100
Доходность, %	-15,1%	2,4%	29,5%
Дивидендная доходность на горизонте 12 мес., %	10,3%	10,3%	10,3%
Совокупная доходность, %	-4,7%	12,8%	39,9%

Чувствительность целевого уровня Мосбиржи (в базовом сценарии)

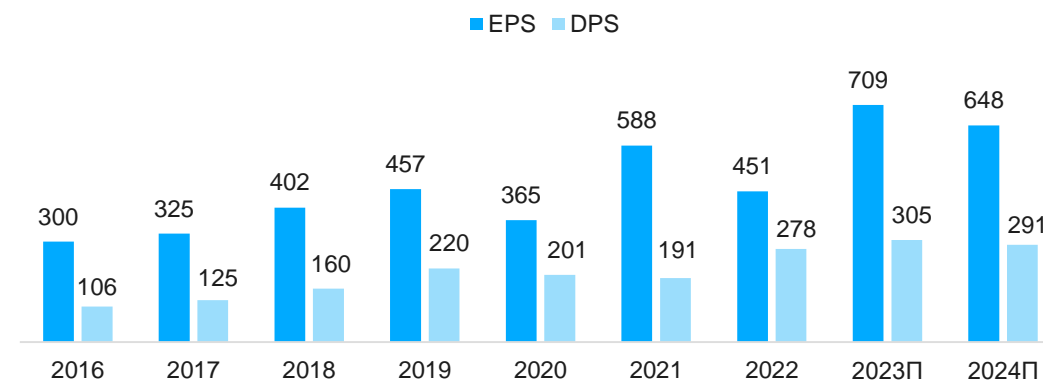
Премия за риск инвестирования в акции, %	безрисковая ставка, %							
	16%	15%	14%	13%	12%	11%	10%	
7%	2 702	2 819	2 947	3 088	3 242	3 413	3 602	
6%	2 819	2 947	3 088	3 242	3 413	3 602	3 814	
5%	2 947	3 088	3 242	3 413	3 602	3 814	4 053	

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ: ВЗГЛЯД НА РЫНОК

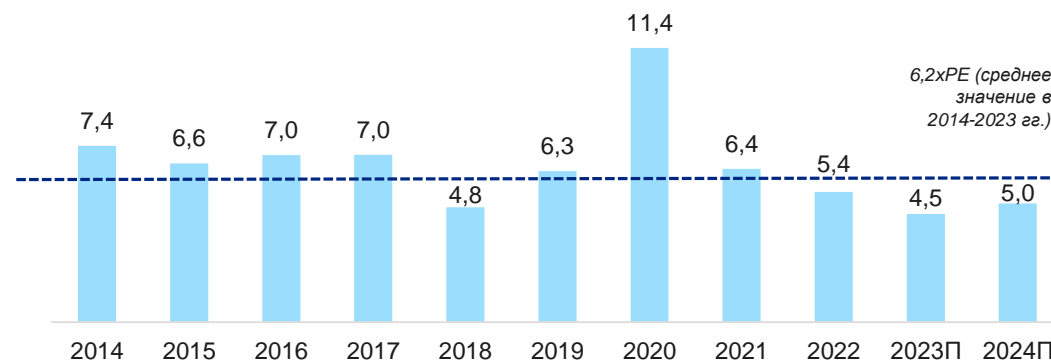
Предпочитаем внутренне-ориентированные сектора, финансовый и потребительский, где ожидаем увидеть высокие темпы роста

- Наш прогноз EPS Индекса Мосбиржи в 2024 г. – на уровне 648 руб. (-8,6% г/г), что выше среднего значения EPS за 2016-2023 гг. на 44%. Высокие ставки ограничивают потенциал роста фондового рынка.
- Выделяем внутренне-ориентированные сектора – финансовый и потребительский – видим большой потенциал роста, чем у рынка. Акции транспортного сектора и ИТ компаний – бенефициары освободившихся ниш на российском рынке. Ожидаем, что акции малой капитализации продолжат расти быстрее рынка.
- Дивидендная доходность рынка (10,3%) ниже ставки денежного рынка, поэтому считаем оптимальным добавить в портфель акции компаний, торгующиеся с более высокой двузначной дивидендной доходностью (Сургутнефтегаз, Совкомфлот, Лукойл) или если есть опцион возврата к дивидендным выплатам (Северсталь, ММК).
- Ожидаем ускорение процессов редомициляции в 2024 г., что позволит раскрыть стоимость ряда компаний. Но возможны риски навеса при редомициляции.
- Российский рынок адаптируется под интересы физических инвесторов (сплит акций, прямая коммуникация с компаниями), что позволяет небольшим компаниям привлекать капитал для развития. Более 32 млрд руб. привлечено в рамках IPO и SPO в январе-ноябре 2023 г.
- Риски для рынка:** снижение цен на нефть, усиление санкционного давления, геополитические риски

Динамика DPS и EPS индекса МосБиржи



P/E индекса МосБиржи



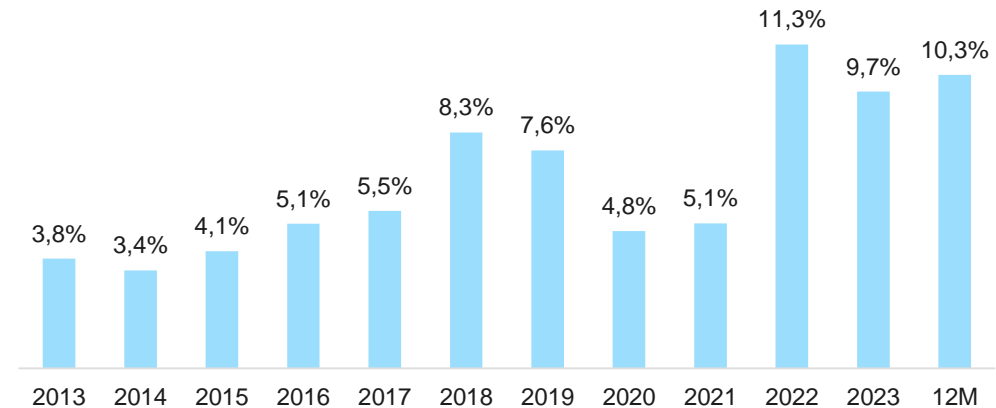
ДИВИДЕНДЫ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Ожидаемая дивидендная доходность оценивается в ~10,3%.

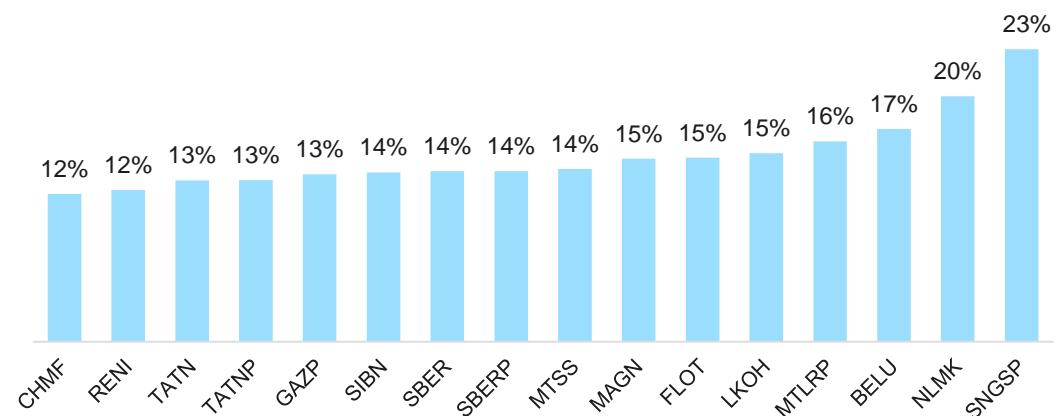
Дивидендные выплаты на горизонте 12 мес. могут составить ~5 трлн руб.

- Дивидендные выплаты российских компаний остаются ключевым фактором на российском рынке. Большинство российских компаний продолжает придерживаться дивидендных политик или возобновляет выплаты.
- По нашим оценкам, дивидендная доходность российского рынка акций на горизонте 12 мес. составляет ~10,3%.
- Коэффициент дивидендных выплат продолжит расти с 43% в 2023 г. до 45% в 2024 г. Возврат ряда компаний к дивидендам может добавить дополнительный потенциал. Квазироссийские компании могут вернуться к выплатам дивидендов по итогам завершения смены регистрации.
- По нашим оценкам, дивидендные выплаты на горизонте 12 мес. могут составить 5 трлн руб., из них дивиденды на акции в свободном обращении в России – ~598 млрд руб. (10,1x торговых оборота).
- Общий объем финальных дивидендов по итогам 2023 г. может составить ~1,37 трлн руб., из них около 135 млрд руб. (2,1x торговых оборота) на акции в свободном обращении в России.

Дивидендная доходность Индекса Мосбиржи, %



Дивидендная доходность российских акций на горизонте 12 мес., %



РЕДОМИЦИЛЯЦИЯ

Риск навеса акций затмевает фундаментальные перспективы компаний

- Ожидаем, что на горизонте 12-18 мес. большинство квазироссийских публичных компаний «переедет» в Россию или дружественные страны по мере формирования законодательной базы для принудительной редомициляции и получения одобрений от зарубежных регуляторов.
- Редомициляция ВК в российскую юрисдикцию привела к повышенной волатильности в акциях. После 20 октября 2023 г. объем торгов за 8 торговых дней составил 30,5 млрд руб. (33х среднедневных объемов торгов), снижение акций составило 13% (против снижения Индекса Мосбиржи на 2%). Банк России не вводил ограничений на торговлю акциями ВК, что позволило российским акционерам, купившим бумаги ВК до редомициляции во внешнем контуре, реализовать их на Мосбирже.
- Основной вопрос для рынка – будут ли ограничения для продажи акций, которые могут появиться на Мосбирже после переезда из Eugoclear или акции окажутся под давлением после редомициляции. Доля квазироссийских бумаг в Индексе Мосбиржи – 4,8%. По нашим оценкам, сумма навеса составляет ~0,5 трлн руб., из них 32% приходится на Yandex, в случае редомициляции компании.

Критерии ЭЗО*:

- субъекты критической информационной инфраструктуры
- градообразующие предприятия
- внедряет технологии и ПО для общественно значимых сервисов
- участвует в создании высокопроизводительных и высокооплачиваемых рабочих мест
- системно значимые банки

Удовлетворяют одному или нескольким параметрам:

- годовая выручка от 75 млрд руб.
- штат более 4 тыс. чел.
- стоимость активов от 150 млрд руб.
- годовые налоговые платежи от 10 млрд руб.

Вариант редомициляции	Достоинства	Недостатки	Примеры
добровольный переезд в российскую юрисдикцию	возврат к дивидендам	навес акций на Мосбирже	ВК, ЕМС, Мать и Дитя, Etalon
добровольный переезд в дружественную юрисдикцию	нет навеса акций на Мосбирже	нельзя выплатить дивиденды акционерам в НРД	Globaltrans, Polymetal, Fix Price
принудительная редомициляция в рамках закона об экономически значимых организациях (ЭЗО)	возможный возврат к дивидендам	дополнительный навес	Список компаний не утвержден. Операционные «дочки» OZON, Yandex, Rusagro, X5 Retail Group, TCS Group, OKEY попадают под критерии ЭЗО.
выделение российского бизнеса через реорганизацию	широкие возможности по реорганизации	владельцы акций на Мосбирже - заложники доброй воли основных акционеров	Softline, Qiwi, Yandex

НЕФТЯНОЙ СЕКТОР

Сохраняем нейтральный взгляд, выделяя акции Лукойла и Транснефти

Тренды в секторе:

- Россия поддержала добровольное сокращение добычи нефти на 500 тыс. барр./сут., реализованное в июне 2023 г., до конца 2024 г. Общий объём добычи жидких углеводородов в 2024 г. может снизиться на 1% г/г.
- Дисконт нефти Urals к Brent снизился до порядка 10,3 долл./барр. (с 34 долл./барр в марте), данные Минфина РФ. Мы ожидаем сохранения дисконтов на российскую нефть, так как ее потребители, вероятно, будут продолжать требовать скидку за ее приобретение.
- Премии в ценах нефтепродуктов к цене нефти сузятся в 2024 г. в сравнении с 2023 г., что окажет негативное влияние на прибыльность российской нефтепереработки.
- Прогнозируем снижение показателя EBITDA нефтяного сектора на 15% г/г на фоне давления со стороны переработки.
- Компании нефтегазового сектора в 2022-23 гг. продолжили платить дивиденды в рамках дивидендных политик. Более того, Газпром нефть и Татнефть увеличили коэффициенты дивидендных выплат. Средняя дивидендная доходность сектора – 10,5% в 2024 г. (11,9% в 2023) при цене на нефть в районе 80 долл./барр.

Фавориты

Лукойл: привлекательная дивидендная доходность

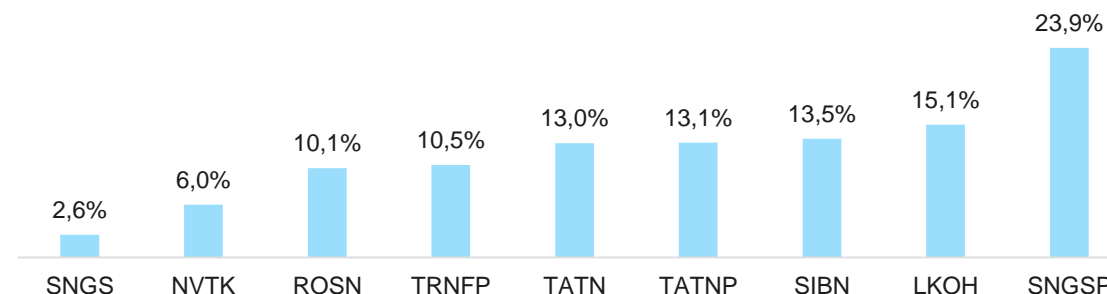
- **Драйверы:** выплата дивидендов по итогам 2022 г., реализация обратного выкупа.
- **Мультипликаторы:** 2,1x 2024П EV/EBITDA (на 33% ниже среднего по сектору), 15,1% ожидаемая дивидендная доходность на горизонте 12 мес.
- **Риски:** повышение налоговой нагрузки, снижение цен на нефть.

Транснефть: привлекательная оценка и корпоративные улучшения

- **Драйверы:** сплит акций, улучшение практик корпоративного управления.
- **Мультипликаторы:** 1,7x 2024П EV/EBITDA (на 40% ниже среднего исторического), 10,3% ожидаемая дивидендная доходность на горизонте 12 мес.*
- **Риски:** снижение прокачки, ослабление рубля.

Сургутнефтегаз: хедж при ослаблении рубля

Дивидендная доходность нефтяного сектора на горизонте 12 мес.



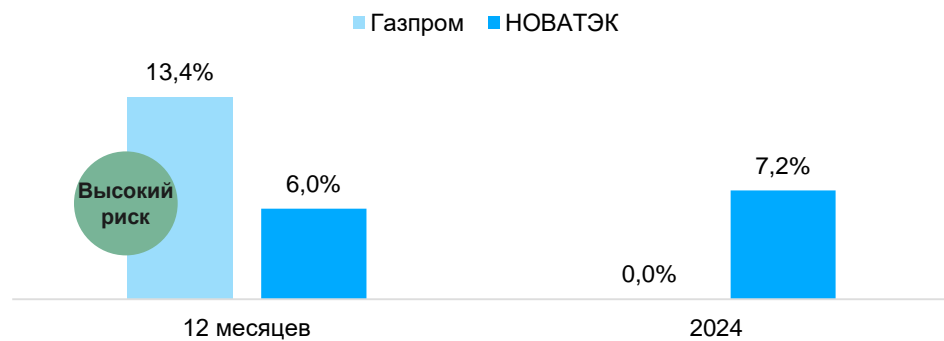
ГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Нейтральный взгляд на сектор

Тренды в секторе:

- Стабилизация мировых цен на газ в 2024 г. благодаря оппортунистическим действиям Китая (слабая активность в импорте и периодически ре-экспорт СПГ при благоприятной ценовой конъюнктуре).
- Сокращение экспорта газа из РФ в Европу и наращивание поставок в Китай.
- Усиление конкуренции на внутреннем рынке газа на фоне ограниченного экспорта и увеличения производства компаниями.
- Риски: изменение налоговой нагрузки; снижение цен на нефть (из-за нефтяной привязки экспортных цен как у Газпрома по газу в Китай, так и у Новатэка по СПГ).

Дивидендная доходность акций газового сектора в 2024 г.



Новатэк: нейтральный взгляд на фоне высокой оценки

- Единственная растущая компания в российском нефтегазовом секторе. Запуск проекта Арктик СПГ-2 (декабрь 2023 г.) увеличит объемы поставок СПГ Новатэком на 36% в 2024 г. и 20% в 2025 г.
- **Мультипликаторы:** 6,8x 2024П PE, 7,2% ожидаемая дивидендная доходность за 2024 г.*
- **Риски:** усложнение логистики СПГ поставок, сложности с заменой технологий в СПГ и газохимии, повышение налоговой нагрузки, снижение цен на СПГ, санкции.

Газпром: негативная динамика операционных и фин. показателей

- **Снижение экспорта в Европу:** - 47% г/г в 2023 г.; - 11% г/г в 2024 г.
- **Экспорт газа в Китай:** поставки в Китай ввиду нефтяной привязки цен менее маржинальные в сравнении с экспортом в Европу. Потенциальное заключение нового газового контракта с Китаем может привести к спекулятивному росту цены акций.
- **Отрицательный свободно денежный поток в 2023-26 гг.** на фоне снижения EBITDA и высоких капитальных инвестиций (2+ трлн руб. в год в 2023-25 гг.)
- **Дивиденды:** высокая неопределенность выплаты дивидендов на фоне высокой долговой нагрузки (3,6x Чистый долг/EBITDA на конец 2024 г.) и отрицательного FCF.
- **Мультипликаторы:** 4,8x 2024П EV/EBITDA и 7,5x 2024П P/E против 4,3x 2024П EV/EBITDA и 5,1x 2024П P/E нефтегазового сектора в среднем.
- **Риски:** рост цен на газ, рост экспорта газа.

ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

Ожидаем, что сталевары вернутся к выплате дивидендов по итогам 2023 г.

- **Структура экспортных продаж адаптировалась к введённым ограничениям.** Основное экспортное направление черной металлургии – Азия и Ближний Восток. НЛМК может экспортировать стальные полуфабрикаты до октября 2024 г. Российские публичные угольные компании в основном ориентированы на внутренний рынок и экспорт в Азию.
- **Благоприятная ситуация на внутреннем рынке для сталеваров сохранится в 2024 г.** Текущая премия в ценах на сталь на внутреннем рынке (~110 долл./т, выше среднеисторической ~40 долл./т) поддерживает маржинальность сталеваров на высоком уровне. Компании отмечают рост внутреннего спроса на фоне устойчивого потребления со стороны промышленности и строительного сектора (Северсталь ожидает рост спроса на сталь «+6%» г/г по итогам 2023 г.).
- **Возможный возврат к дивидендам в 2024 г.:** Ожидаем возобновление дивидендных выплат сталелитейными компаниями по итогам 2023 г. Мечел может вернуться к обсуждению дивидендов на привилегированные акции: по итогам 9 мес. 2023 г. у компании достаточная СЧА по РСБУ. Редомициляция Евраза откроет возможности для возобновления дивидендных выплат Распадской.

Фавориты стратегии

Мечел: операционный разворот на фоне высоких цен на уголь

- **Рост финансовых показателей** на фоне операционного разворота и высоких цен на коксующийся уголь на глобальном рынке и внутренних цен на арматуру («+30%» с июля 2023 г.). Активы Мечела выгодно расположены для экспорта. Прогнозируем снижение долговой нагрузки почти до нуля к концу 2025 г.
- **Мультипликаторы:** 2,9x EV/EBITDA (на уровне истор. средних значений) и ~35% FCF доходность.
- **Риски:** снижение цен на уголь, ограничения на ж/д, увеличение налоговой нагрузки.

ММК и Северсталь: низкая оценка и возможный возврат к дивидендам

- **ММК**, ~90% продаж на внутреннем рынке, - наиболее недооцененная компания (45% дисконт по мультипликатору EV/EBITDA).
- **Северсталь** смогла переориентировать поставки на внутренний рынок, торгуется по мультипликатору EV/EBITDA 24 = 2,9x – 35% дисконт к историческому среднему.
- **Риски:** снижение цен на металлы, замедление строительной активности, увеличение налоговой нагрузки, укрепление рубля, операционные риски.

Ключевые показатели

	Дивдоходность, следующие 12 мес.	EV/EBITDA 24 при текущих ценах и курсе (spot)	Историческое значение spot EV/EBITDA	Доля экспорта в 2023 г.
НЛМК	20%	3,4	4,8	35%
Северсталь	12%	2,9	4,5	10%
ММК	14%	1,5	2,9	5%
Распадская	0%	2,7	1,2	35%
Мечел, АО	0%	2,9	2,1	15%
Мечел, АП	16%	2,9	2,1	15%

БАЗОВЫЕ И ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ

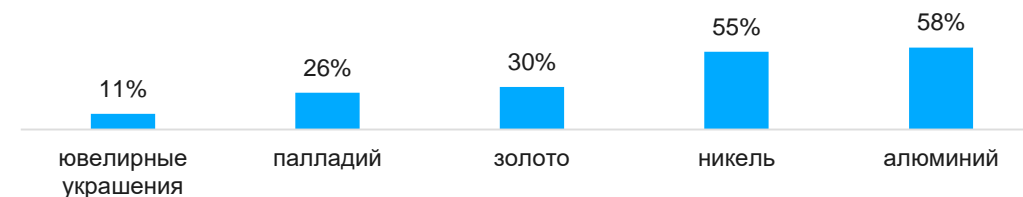
Осторожно смотрим на компании на фоне слабого спроса и экспортных пошлин

- Восстановление экономики Китая не оправдывает ожиданий; дальнейшие попытки стимулирования через сектор недвижимости могут поддержать спрос на металлы. Мы не советуем покупать производителей базовых металлов до разворота в глобальном спросе.
- Доля российских производителей базовых металлов в структуре импорта западных потребителей остается значительной, что снижает возможность потребителей переключаться на других поставщиков.
- Риски:** слабый глобальный промышленный спрос, укрепление рубля, логистика, налоги.

Взгляд на динамику цен базовых и драгоценных металлов в 2024 г.

- Алюминий** – ожидаем рост цены как минимум до уровня издержек предельных производителей (2,500+ долл.) по мере восстановления спроса в Китае. Снятие ограничений на потребление электроэнергии может вызвать навес предложения в Китае (до 6% мирового предложения).
- Никель** – доля в потреблении никеля электромобилями остается низкой, риски снижения цен ввиду слабого спроса в производстве нержавеющей стали.
- Платина и палладий** – слабый спрос со стороны автомобильного сектора спровоцировал снижение цен. Производители в ЮАР (~70% мирового предложения платины и ~40% палладия) ещё не начали сокращать выпуск этих металлов.
- Золото** – глобальная инфляция, растущие издержки производителей и сильный спрос со стороны мировых ЦБ поддержат цены на золото.
- Алмазы** – возможно восстановление цен на фоне сокращения продаж Алросы и De Beers (совокупно ~60% мировой добычи).

Доля Китая в мировом спросе, %



Фаворит стратегии

Южуралзолото

- Запуск проектов роста, рост цен на золото, восстановление мультипликаторов в секторе.
- Мультипликаторы:** 3,5x EV/EBITDA за 2024 г., 20-25% дисконт к Полюсу при текущих ценах на золото и курсе рубля.
- Риски:** снижение цены золота, укрепление рубля, операционные риски, увеличение налоговой нагрузки.

Ключевые показатели

	Див.доходность, следующие 12 мес.	EV/EBITDA 24 при текущих ценах и курсе (спот)	Историческое значение спот EV/EBITDA	Доля экспорта в 2023 г.
АЛРОСА	9%	4,2	6,0	90%
Норникель	8%	8,5	5,3	90%
Русал	0%	7,2	3,4	65%
Полюс	0%	4,9	7,0	100%
Polymetal	0%	3,5	6,0	100%
Южуралзолото	5%	3,5	-	100%

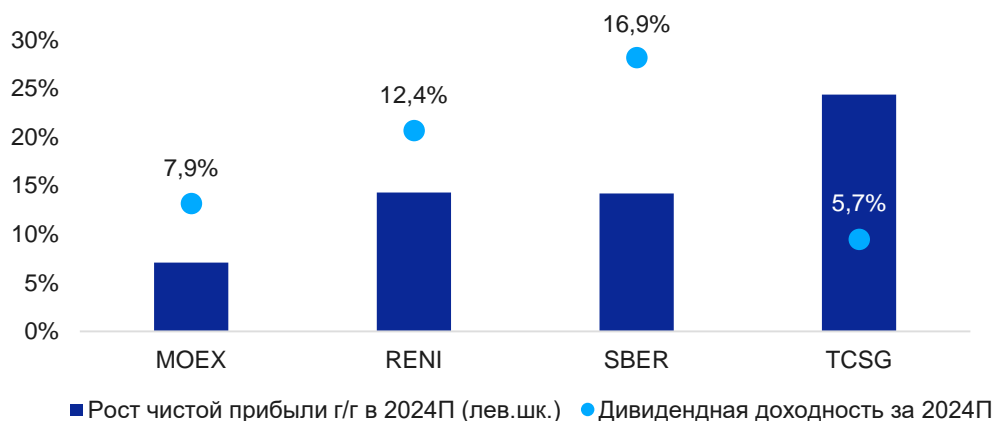
ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

Сохраняем позитивный взгляд на сектор, который является бенефициаром повышенных процентных ставок и продолжит выплачивать дивиденды

Тренды в секторе на 2024 г.:

- Повышение ключевой ставки и рост процентных ставок продолжит поддерживать процентный доход игроков финансового сектора.
- Темпы роста кредитования замедлятся на фоне высоких ставок и мер ЦБ по охлаждению кредитования.
- Повышение процентных ставок может способствовать росту стоимости риска в банковском секторе.
- Ожидаем ужесточение конкуренции в сегменте розничного бизнеса после отмены комиссий за переводы между собственными счетами в мае 2024 г.

Компании сектора покажут рост чистой прибыли после рекордных уровней 2023 г., обеспечив потенциал для дивидендных выплат



Сбербанк: *стабильная дивидендная история*

- Мультипликаторы:** 3,6x 2024П P/E, 0,8x 2024E P/B, дисконт к историческим уровням 32-37%, 13,6-16,9% дивидендная доходность за 2023-2024П.

Мосбиржа: *бенефициар повышенных процентных ставок*

- Сильная динамика комиссионного дохода на фоне роста волатильности.
- Мультипликаторы:** 10,9x 2024П P/E, дисконт к историческим уровням 24%, 6,4-7,9% дивидендная доходность за 2023-2024П.

TCS Group: *сохранение высоких темпов роста чистой прибыли*

- Потенциальная редомициляция головного холдинга в Россию.
- Сохранение высоких темпов роста чистой прибыли (+24% г/г в 2024П, по нашей оценке).
- Мультипликаторы:** 7,0x 2024П P/E, дисконт к историческим уровням 42%, 3,4-5,7% дивидендная доходность за 2023-2024П.

Ренессанс Страхование: *комбинация роста бизнеса и дивидендов*

- Сохранение двузначных темпов роста страховых премий в 2024П (+15% г/г, по нашей оценке).
- Высокий ROE (23-24% в 2023-2024П, по нашей оценке) поддерживает выплату дивидендов.
- Мультипликаторы:** 3,7x 2024П P/E, 12,4% дивидендная доходность за 2024П.

Риски:

- Ухудшение макроэкономических прогнозов
- Ухудшение качества активов
- Резкое снижение процентных ставок
- Усиление санкционного давления

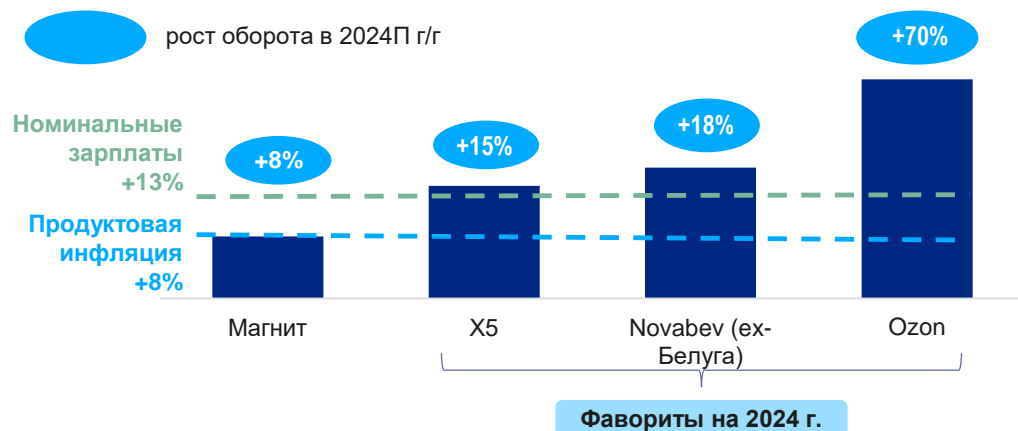
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

Сохраняем позитивный взгляд на сектор розничной торговли на фоне высоких темпов роста

Тренды в секторе на 2024 г.:

- Умеренно-позитивные операционные условия для розничных сетей в 2024 г.: продуктовая инфляция (на уровне 8%) поддержит рост среднего чека, а рост номинальных затрат в размере 13% окажет поддержку бюджетам домохозяйств.
- Сектор электронной коммерции останется самым быстрорастущим («+35-40%» г/г, доля 20% от розничной торговли), а Ozon – ключевым консолидатором сегмента.
- Сохраняем осторожный взгляд на сельскохозяйственных производителей на фоне сохранения экспортных пошлин на зерно.

Лидеры сектора сохраняют высокие темпы роста оборота в 2024 г.



Фавориты стратегии

X5: лидер роста в потребительской рознице

- Сохранение высоких темпов роста выручки («+15%» г/г в 2024 г.).
- Востребованное клиентское предложение обеспечивает приток покупателей («+6%» траффик в 3 кв. 2023 г.).
- FCF направляется на сокращение чистого долга и создает базу для восстановления дивидендов после редомициляции (20% доходность FCF в 2024П).
- Мультипликаторы:** 2,7x EV/EBITDA 2024, 5,4x P/E 2024, дисконт к историческим уровням 50%.

Ozon: высокие темпы роста и низкие мультипликаторы

- Агрессивное развитие и поддержание рентабельности EBITDA близкой к нулю.
- Высокие темпы роста компании в 2024П («+70%» г/г).
- Мультипликаторы:** EV/GMV 0,23x, близко к своим исторически низким значениям.

Novabev (ex-Белуга): высокие темпы роста и привлекательный дивиденд

- Активное развитие производственного и дистрибуционного бизнеса, агрессивный рост розничной сети ВинЛаб.
- Потенциал выплачивать 100% чистой прибыли в качестве дивидендов (17% дивидендная доходность за 2024П).
- Мультипликаторы:** 4,5x EV/EBITDA 2024, 5,8x P/E 2024

Риски:

- Снижение располагаемых доходов населения
- Снижение маржинальности бизнеса на фоне инвестиций в цены

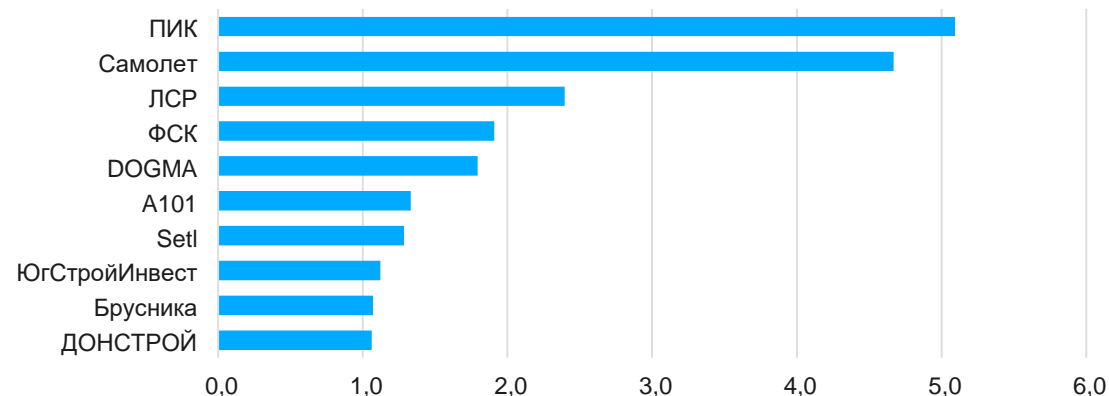
СЕКТОР НЕДВИЖИМОСТИ

Сохраняем нейтральный взгляд

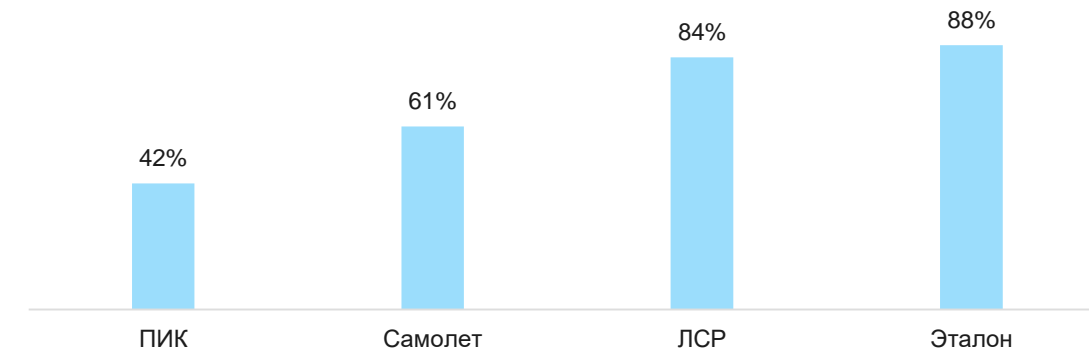
Тренды в секторе на 2024 г.:

- Строительная активность находится на рекордном уровне. Ввод жилья прогнозируется в 104 млн кв. м. в 2023 г., создавая высокую базу сравнения для 2024 г.
- Льготные программы ипотек (семейная под 6% и льготная под 8%) – драйверы продаж в самом доступном сегменте. Ключевой операционный риск для сектора – это потенциальное повышение ставок или требований участия в этих программах.
- Мы не ожидаем заметной коррекции цен на первичном рынке, несмотря на потенциальное охлаждение спроса. Строители имеют инструменты по замедлению темпов ввода новых объектов и увеличению доступности предлагаемых квартир.
- **Риски:** ухудшение макроэкономических прогнозов, ужесточение условий участия, потенциальное повышение ставок по льготным программам.

Крупнейшие застройщики по объемам текущего строительства, млн кв. м.



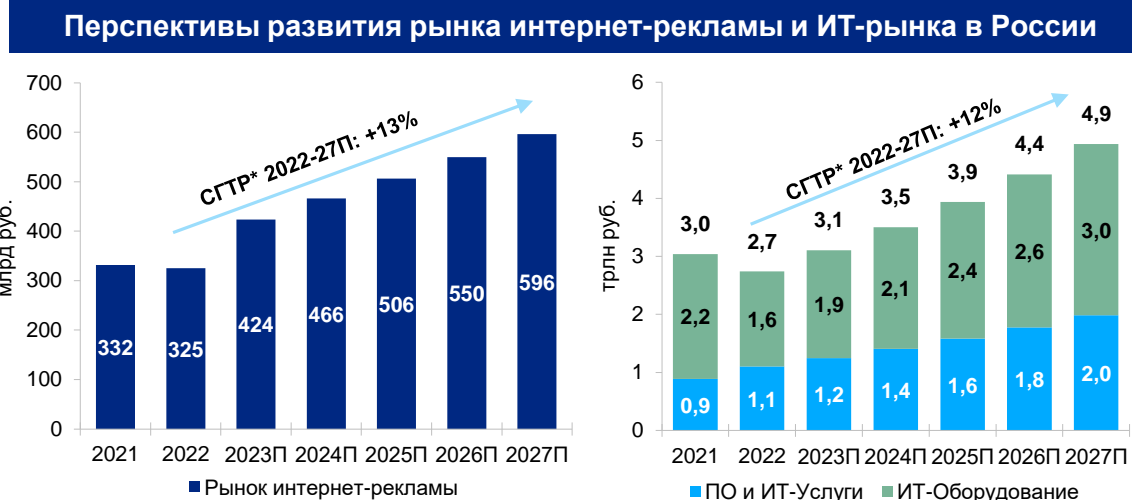
Дисконт к оценке чистых активов, %



СЕКТОР ТЕХНОЛОГИЙ И МЕДИА

Позитивные фундаментальные тренды на рынках технологического сектора позволят компаниям демонстрировать высокие темпы роста бизнеса

- **Интернет-компании – бенефициары цифровизации российской экономики.** Рост рынка рекламы, увеличение доли цифровой рекламы, развитие сервисов мобильности, проникновение электронной коммерции и растущий спрос на услуги электронных досок объявлений – факторы привлекательности бизнес-моделей **Яндекс**, **VK**, **HeadHunter** и **Cian**.
- Завершение корпоративных реструктуризаций и запуск полноценных торгов в России раскроет фундаментальный потенциал акций компаний.
- **Спрос на локальные ИТ-решения усиливается** при импортозамещении ИТ-продуктов и цифровой трансформации. Рост российского рынка информационной безопасности оцениваем в среднем на 24% в год в 2022-27П гг., инфраструктурного ПО – на 31% в 2022-30П гг. Развитие ИТ-рынка приведет к росту бизнеса **Positive Technologies** и **ГК «Астра»**.
- **Микромобильность сохраняет значительный потенциал.** Рост рынка кикшеринга в России в денежном выражении оцениваем в среднем на 42% в год в 2022-27П гг. за счет активного проникновения сервисов микромобильности в повседневную жизнь и региональной экспансии.
- **Нейтральный взгляд на телеком-сектор** – отсутствуют катализаторы, снижается дивидендная привлекательность из-за высоких процентных ставок.
- **Риски:** снижение доходов населения, дефицит сотрудников, высокие инвестиции в развитие, сокращение бюджетов на ИТ и рекламу, конкуренция.



Фавориты стратегии

Яндекс, HeadHunter и Whoosh: высокий рост по привлекательной оценке

- **Яндекс** и **HeadHunter** – привлекательные истории роста за счет сильных рыночных позиций и позитивных трендов в ключевых сегментах бизнеса. Фундаментальной переоценке будет способствовать завершение корпоративной реструктуризации. **Мультипликаторы:** 7,0x и 7,1x EV/EBITDA за 2024 г. соответственно – дисконт >60% к средним историческим уровням.
- **Whoosh**, 50% доля рынка кикшеринга, – одна из самых дешевых российских технологических компаний, обладает значительным потенциалом роста бизнеса с высоким уровнем рентабельности и растущими дивидендами. **Мультипликаторы:** 4,4x EV/EBITDA за 2024 г. – дисконт >50% к российскому ИТ-сектору.

ТРАНСПОРТ

Общий взгляд на сектор позитивный, часть компаний продолжит выигрывать от высокой стоимости логистики

Морские перевозки

- Российский рынок транспортировки нефти остается премиальным по отношению к мировому в части ставок фрахта.
- Выделяем **Совкомфлот**: мультипликатор EV/EBITDA 24 = 2,6x – в 2 раза ниже, чем у международных конкурентов, дивидендная доходность по итогам 2023 г. составит 15%.
- В сегменте контейнерных перевозок выделим акции **ДВМП**, которое было передано Росатому – считаем, что компания продолжит агрессивную стратегию расширения бизнеса и станет бенефициаром развития Северного морского пути.
- Риск**: продолжение коррекции ставок на перевозки контейнеров.

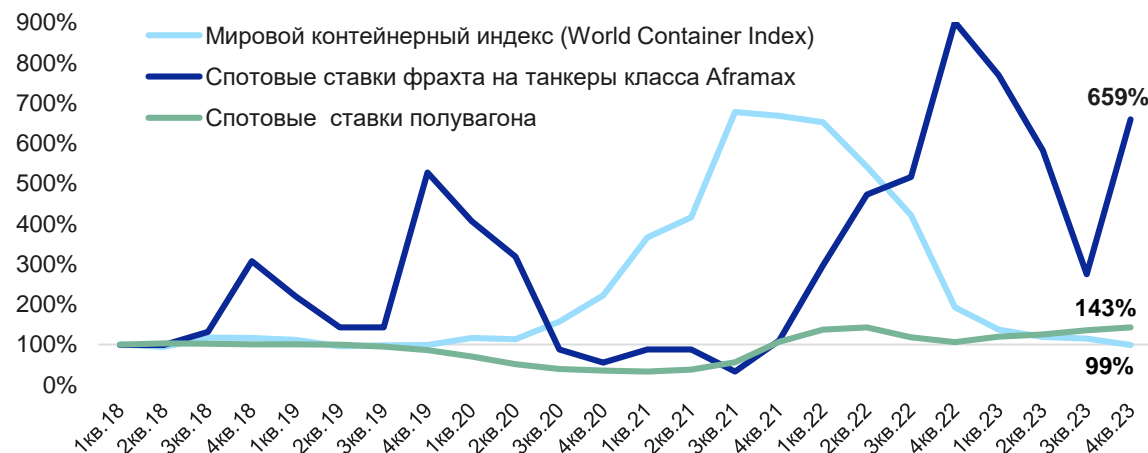
Железнодорожные перевозки

- Ставки на аренду полувагонов и цистерн в 2023 г. демонстрировали уверенный рост на фоне переориентации логистических маршрутов и увеличения дальности перевозок.
- Выделяем **Globaltrans** – катализатором может выступить завершение редомициляции и публикация сильных результатов за 2 пол. 2023 г. Мультипликатор EV/EBITDA 24 = 1,6x – в 2 раза ниже среднеисторических значений (2016-2022 гг.).

Авиаперевозки

- Отрасль продолжает восстановление после сложного 2022 г. – постепенно увеличивается парк воздушных судов, доступных для полетов за границу, открываются новые направления и страны.
- Пока отдаем предпочтение акциям других транспортных компаний.

Изменение ключевых бенчмарков в секторе транспорта с конца 2017 г.



Ключевые показатели

Компания	Див. доходность, следующие 12 мес.	EV/EBITDA 24	Среднее значение EV/EBITDA 2022-23	Текущий ND/EBITDA LTM
Аэрофлот	0%	5,0x	5,2x	4,6x
ДВМП	0%	4,8x	3,4x	0,2x
Совкомфлот	15%	2,6x	2,2x	0,4x
Globaltrans	0%	1,6x	1,5x	(0,2x)

Фавориты стратегии

УДОБРЕНИЯ И ЛЕС

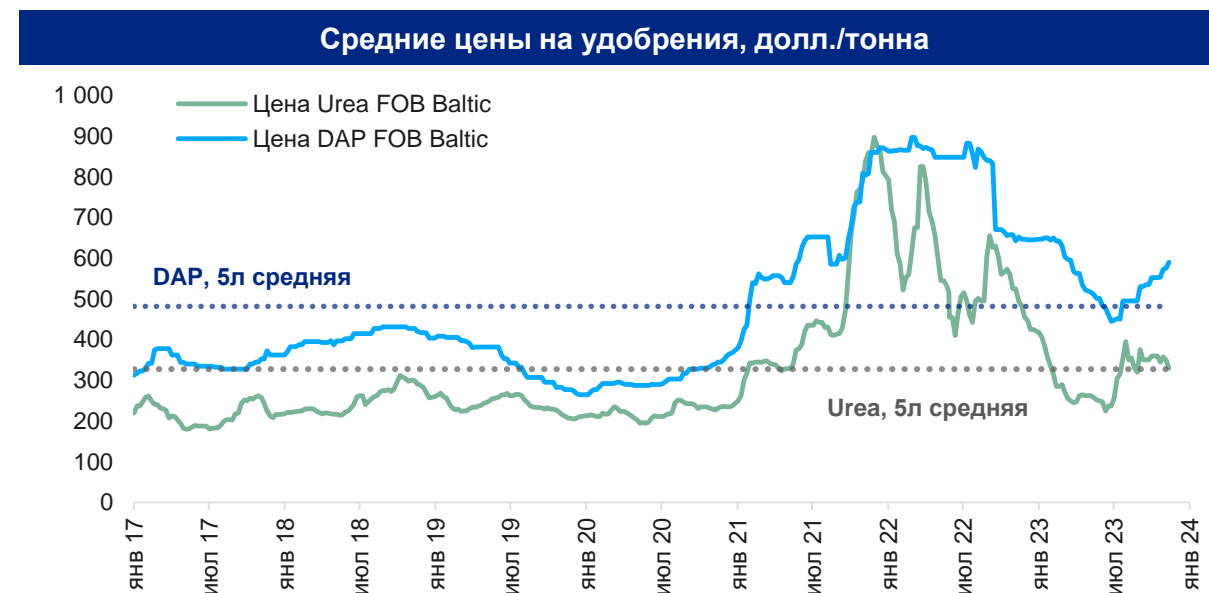
Не видим драйверов для роста

Удобрения

- После продолжительного падения, вплоть до конца первой половины 2023 г., цены на удобрения начали восстанавливаться из-за роста спроса и исчерпания запасов на ключевых рынках – Латинской Америки и Индии. Текущие цены находятся выше средних 5-летних значений, что создает риски для их снижения в следующем году.
- На отрасль возросла фискальная нагрузка – в 2024 г. производители удобрений будут платить до 10% от экспортной выручки в качестве пошлин. Доля экспорта в выручке Фосагро и Акрона – ~70-80%, поэтому такие выплаты могут составить до 14-15% от EBITDA 2024.
- Акции **Фосагро** выглядят дорого: EV/EBITDA 2024 = 7,3x, что выше, чем у конкурента Mosaic (6,0x) и среднего за последние 5 лет (5,1x). Дивидендная доходность на следующие 12 месяцев составит 9% (против 16% за последние 12 месяцев). **Акрон** торгуется по мультипликатору EV/EBITDA 2024 = 9,0x, что также выше, чем у международного конкурента Yara (5,3x).

Лес

- Сектор находится под давлением из-за слабого спроса в Китае и низких цен реализации. Считаем, что в 2024 г., на фоне закрытого европейского рынка, сложности со сбытом будут сохраняться.
- Акции **Сегежа** на данный момент не выглядят привлекательными: EV/EBITDA 2024 = 15,0x, долговая нагрузка на высоком уровне (ND/EBITDA > 10x). Ожидаем улучшение результатов в следующем году, однако не исключаем возможность акционерной поддержки на фоне высокой ключевой ставки и необходимости погашения долга на 45 млрд руб.



Ключевые показатели

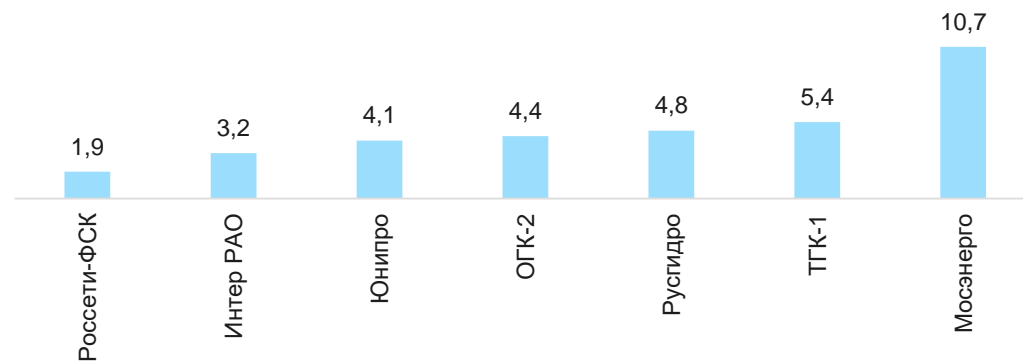
	Див. доходность, следующие 12 мес.	EV/EBITDA 24	Среднее значение EV/EBITDA 2022-23	Текущий ND/EBITDA LTM
Фосагро	9%	7,3	5,1	1,3x
Акрон	0%	9,0	6,9	0,3x
Сегежа	0%	15,0	13,3	10,3x

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

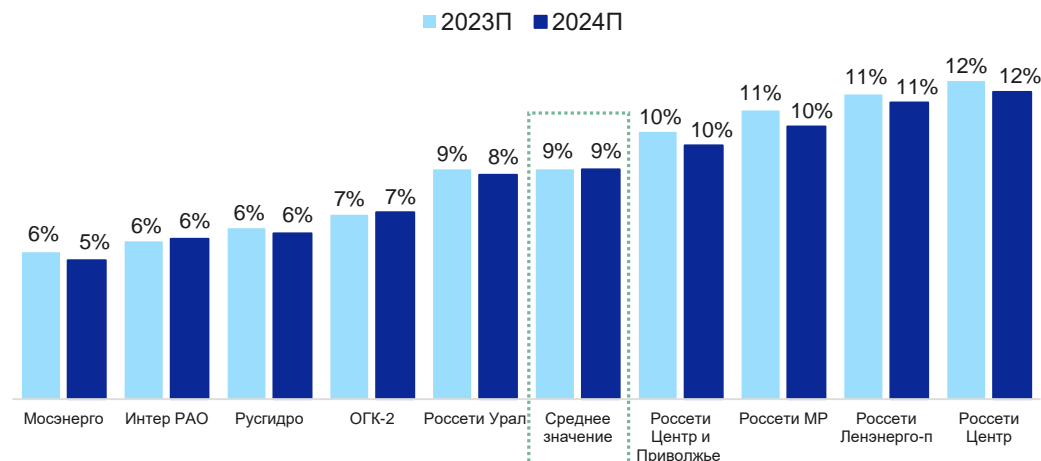
Предпочитаем электросетевые компании

- **Акции Интер РАО** торгуются с дивидендной доходностью ниже рынка (~6% дивидендная доходность за 2023-2024гг. против 10,3% Индекса Мосбиржи). Большая денежная позиция (~90% от рыночной капитализации) при двухзначных процентных ставках поддержит финансовые результаты. Долгосрочные катализаторы для акций – повышение коэффициента дивидендных выплат с 25% до 50% от чистой прибыли и проведение сделок слияния и поглощения.
- **РусГидро**, вероятно, улучшит рентабельность в 2023 г. на фоне повышения тарифов и субсидий на Дальнем Востоке. Скорее всего инвестиции будут иметь приоритет над увеличением дивидендных выплат. Компания наращивает капитальные затраты и планирует международную экспансию.
- **Компании Газпром энергохолдинга, ТГК-1, ОГК-2 и Мосэнерго**, отошли от дивидендной политики, либо не платят дивиденды, либо рекомендовали ниже уровня, предусмотренного дивидендной политикой (35% от чистой прибыли, вместо 50%). Низкая дивидендная доходность снижают привлекательность акций.
- Ожидаем, что **«дочерние» компании Россетей** продолжат выплачивать высокие дивиденды на фоне необходимости финансирования материнской компании.

Мультипликаторы P/E на следующие 12 мес.



Дивидендная доходность за 2023-24 гг.



АКЦИИ КОМПАНИЙ СРЕДНЕЙ И МАЛОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ

Акции компаний средней и малой капитализации – источник повышенной доходности

- Реализация долгосрочных возможностей для развития (Novabev (ранее Белуга Групп), ГК Астра, Whoosh)
- Сильные финансовые результаты (Мечел, Globaltrans, Headhunter)
- Выплата дивидендов на горизонте 12 мес. (Novabev, Совкомфлот, Мечел)
- Редомициляция на горизонте 12 мес. (Globaltrans, Headhunter)

Эмитент	Рыночная капитализация, млрд руб.	Чистый Долг/EBITDA	EV/EBITDA 2024	P/E 2024	Дисконт к среднему мультипликатору EV/EBITDA за 5 лет	Дивидендная доходность на горизонте 12 мес., %	Драйвер роста
ГК Астра	107,0	-0,2	14,3	14,2	-	2%	Высокие темпы роста бизнеса на фоне существенного потенциала импортозамещения на рынке ОС и инфраструктурного ПО
Мечел, ап	159,4	1,4	2,9	2,5	+40%	16%	Восстановление логистики и добычи, благоприятная ценовая конъюнктура, дивиденды
Novabev	66	1,3	4,5	5,8	-10%	17%	Рост оборота и дивиденды
Whoosh	26,2	0,8	4,4	7,1	-	6,6%	Высокие темпы роста доходов за счет растущего спроса на услуги кикшеринга, увеличения парка самокатов и региональной экспансии.
Headhunter***	183,4	-1,2	7,1	10,7	-61%	0%	Высокие темпы роста бизнеса на фоне повышения монетизации и сохранения дефицита кадров на рынке труда. Удержание высокой рентабельности.
Globaltrans***	101	-1,1	1,6	2,5	-60%	0%	Завершение редомициляции, высокие ставки аренды полувагонов
Ренессанс Страхование	50,1	-	-	3,7	-	12,1%	Сохранение высоких темпов роста страховых премий (+15% г/г), выплата финального дивиденда по итогам 2023г., представление новой стратегии весной 2024 г.
Совкомфлот	304	-0,3	2,6	4,4	-46%	15%	Высокие ставки фрахта, выплата дивидендов
Южуралзолото	125,6	0,7	3,5	6,0	-	5%	Запуск проектов роста, рост цен на золото, восстановление мультипликаторов в секторе

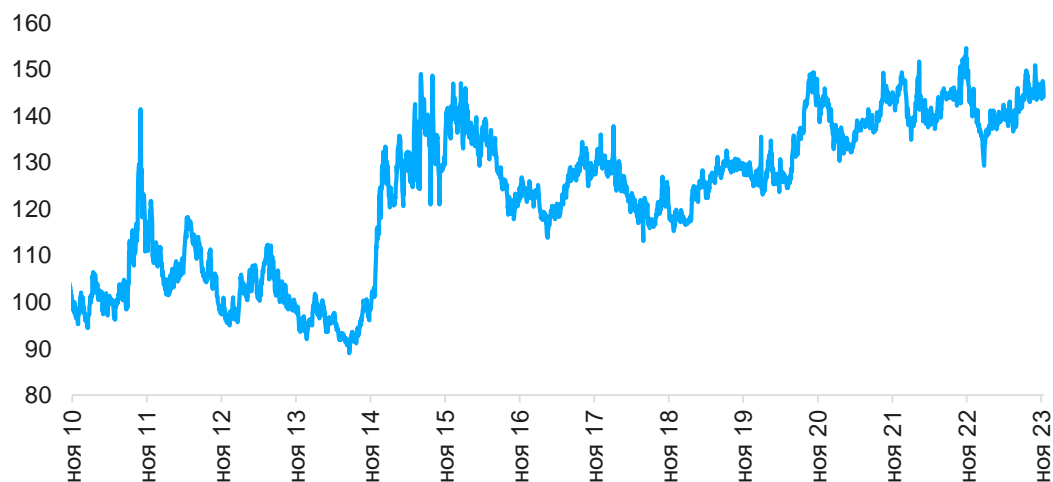
КИТАЙСКИЕ АКЦИИ

СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ КИТАЯ

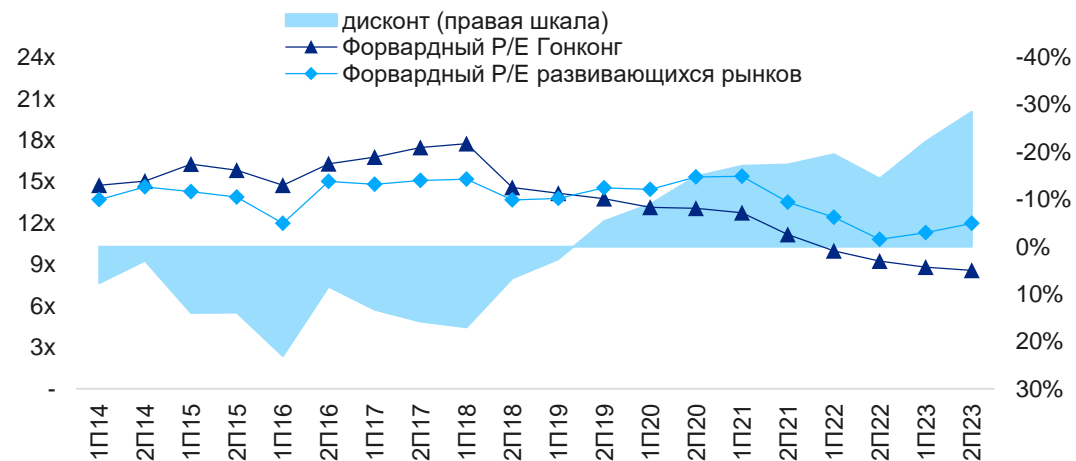
Вероятное стимулирование экономики и максимальный дисконт в оценке против развивающихся рынков

- В 2023 г. акции Китая находились под значительным давлением на фоне долгового кризиса застройщиков, низкого роста экономических показателей против ожиданий, а также падения продаж и цен на жилье. В то же время низкие перспективы экономики Китая и высокие процентные ставки в США привели к историческому чистому оттоку из акций в Гонконге (в августе-октябре превысил 10 млрд долл.).
- Ожидаем, что китайские власти объявят о крупномасштабном стимулировании в начале 2024 г., которое будет направлено на поддержку обанкротившихся застройщиков, стимулирование и возвращение доверия покупателей жилья. Потенциальная поддержка со стороны китайских властей должна придать иностранным институциональным инвесторам (77% рынка акций H) больше уверенности в увеличении инвестиций в Китай в 2024 г.
- Форвардный P/E индекса Hang Seng составляет 8,4x, что указывает на дисконт >30% к среднему значению за 30 лет и акциям развивающихся рынков. Индекс премий China AH значительно превышает средний показатель за 5 лет и составляет 145 (что указывает на дисконт акций H в размере 45% к акциям A).

Дисконт акций H (Гонконг) к акциям A (Материковый Китай)



Дисконт акций Гонконга к развивающимся рынкам

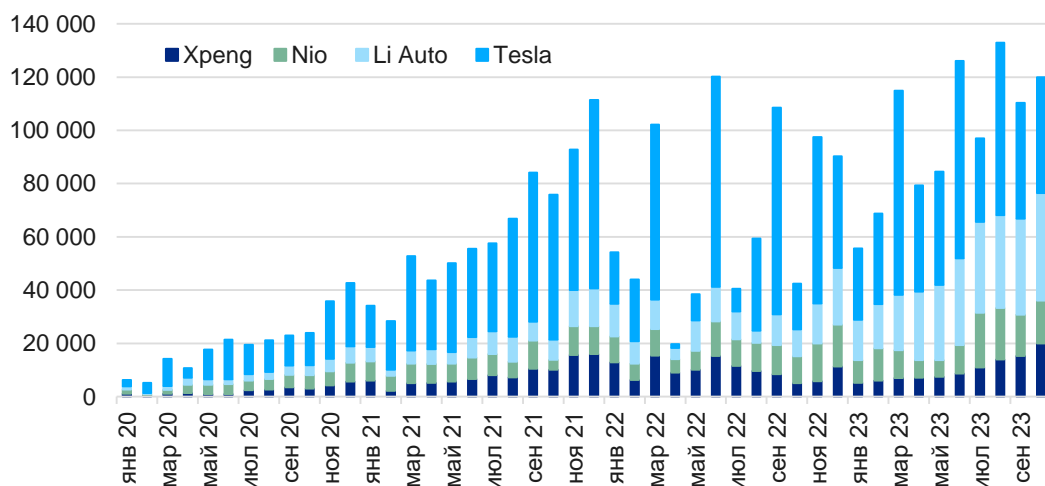


СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ КИТАЯ

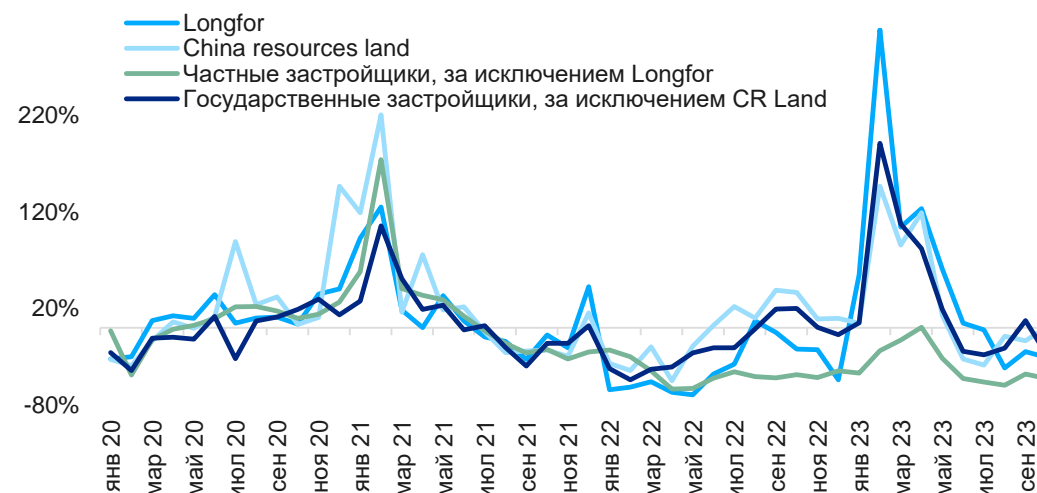
Рынок готов к росту в 2024 г., пессимизм инвесторов прошел нижнюю точку в 2023 г.

- Мы сохраняем избирательный подход в акциях китайских девелоперов. Потребительская уверенность на рынке недвижимости снизилась на фоне дефолта частных девелоперов, в т.ч. крупнейшего Country Garden. Государственные девелоперы испытывают меньшее давление в виду меньших рисков дефолта и удлинения сроков сдачи жилья. Отдаем предпочтение акциям China overseas Land & investment (1109.HK) как государственному девелоперу с сильной динамикой продаж. В случае восстановления продаж Longfor Group (0960.HK), компания может показать более быстрое восстановление в секторе.
- Китайское правительство призвало частные компании увеличить выкуп акций и ввело ограничения на короткие продажи в попытке поддержать котировки. Tencent выкупила акций на >25 млрд долл. в 2023 г., другие технологические компании также ускорили выкуп акций, что должно поддержать рынок.
- Мы ожидаем, что китайские компании по производству электромобилей продолжат демонстрировать высокие ежемесячные темпы роста продаж в 2024 г. на фоне технологических достижений и лучшего управления производственными затратами. Мы выделяем акции Xpeng, учитывая сильные технологии автономного вождения и высокий рост продаж новых моделей электрических внедорожников (почти половина октябрьских продаж Xpeng пришлось на внедорожник G6).

Ежемесячные продажи электромобилей в Китае



Продажи жилья в юанях, % г/г



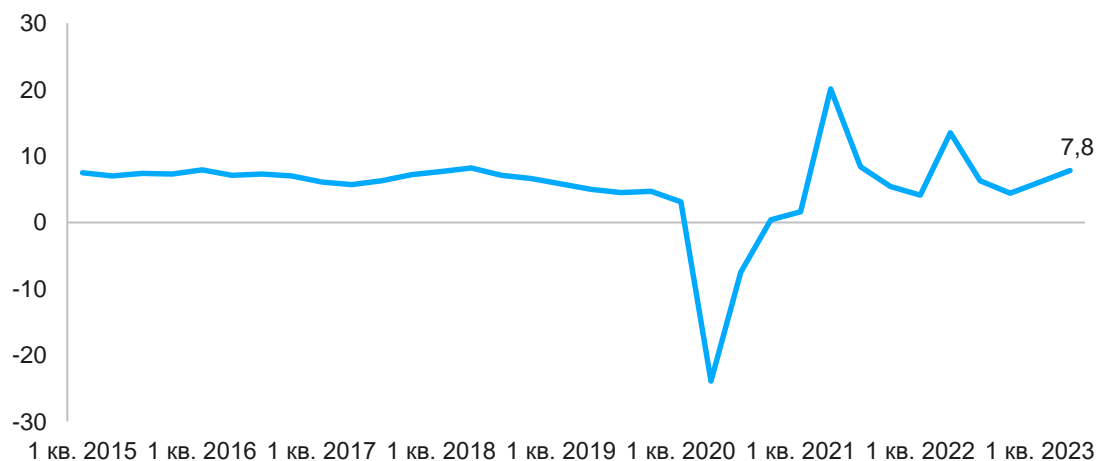
ИНДИЙСКИЕ АКЦИИ

ЭКОНОМИКА ИНДИИ

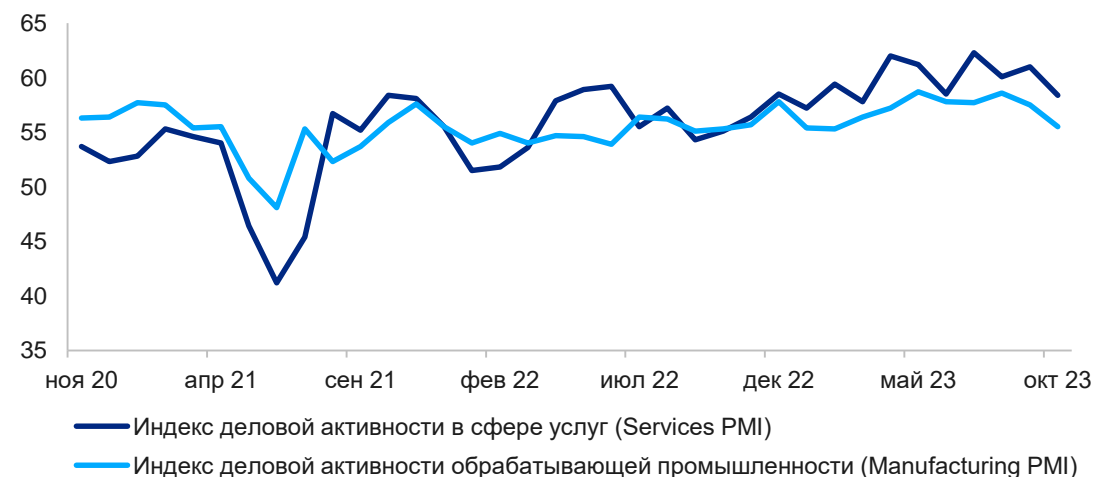
Устойчивый экономический рост в условиях глобального замедления, сильный внутренний спрос и умеренная инфляция

- Годовая потребительская инфляция в Индии составила 4,87% г/г в октябре – минимального значения с июня 2023 г. Активные закупки пшеницы и риса обеспечили увеличение запасов продовольствия, что, вместе с ограничением экспорта и гос.интервенциями, способствовало сдерживанию инфляции. По прогнозам Резервного банка Индии, инфляция будет замедляться по мере снижения цен на нефть.
- Снижение индекса PMI в обрабатывающей промышленности в сентябре с 57,5 до 55,5 в октябре, вероятно, носит временный характер и обусловлено ростом стоимости сырья. Хотя конкуренция и рост затрат привели к снижению индекса PMI сферы услуг в октябре до 58,4 по сравнению с 61,0 в сентябре, он по-прежнему находится в зоне роста. В услугах наблюдается подъем в туризме и бурно развивается электронная коммерция.
- Замедление капитальных инвестиций государством перед парламентскими выборами в мае 2024 г. может привести к замедлению роста ВВП до 7,0% во 2 кв. 2024 г. против прогнозных 7,8% в 1 кв. 2024 г. Но уже в 2025 г. вероятно ускорение темпов экономического роста за счет притока прямых иностранных инвестиций (переезд производств из Китая). Долгосрочный прогноз МВФ по ВВП Индии выше среднегодовых 7%.

ВВП Индии демонстрирует ускорение во 2 пол. 2023 г., % г/г



Индексы PMI замедлились в октябре 2023 г., но находятся в зоне роста

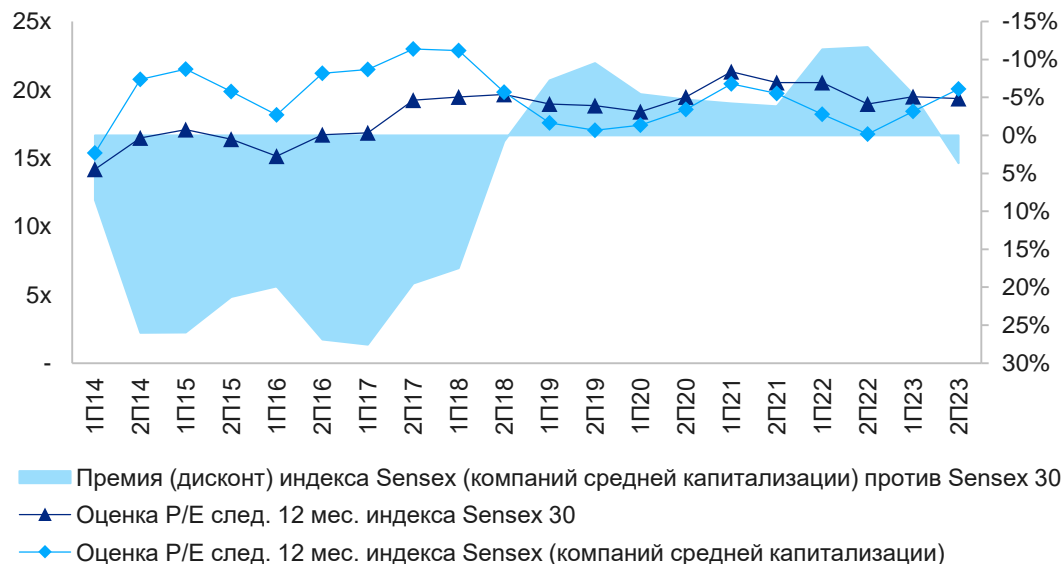


СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ ИНДИИ

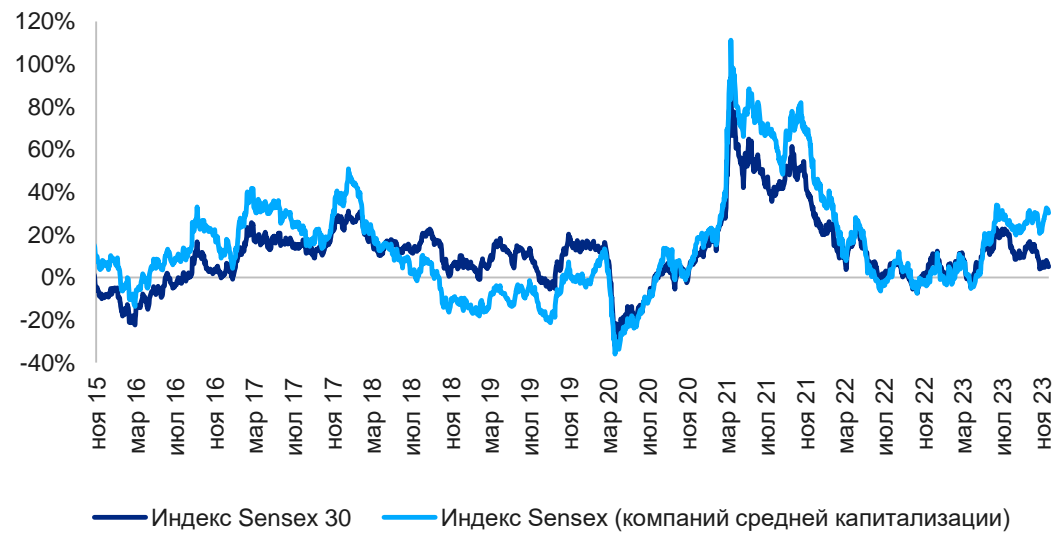
До парламентских выборов в мае 2024 г. предпочитаем компании средней капитализации

- Индекс Sensex 30 скорректировался с максимума 1 пол. 2023 г. 21х P/E (след. 12 мес.) до 19,2х во 2 пол. 2023 г. Связываем такую динамику с желанием инвесторов зафиксировать прибыль в регионе перед выборами в Индии в мае 2024 г. При этом благодаря сильной корпоративной отчетности и оживлению внутреннего спроса инвесторы удерживают позиции в акциях региона в целом, реинвестируя в более дешевые сегменты рынка.
- Компании средней капитализации продемонстрировали опережающую динамику во 2 пол. 2023 г. Ожидаем, что данная динамика сохранится в течение 1 кв. 2024 г., так как текущая премия в 4% по сравнению с компаниями крупной капитализации все еще ниже медианного уровня. Также ждем дальнейшего снижения оценки на фоне пересмотра ожиданий по корпоративным доходам на 2024 г.

Дисконт компаний средней и крупной капитализации снижается по мере восстановления экономики



Скользкая 12-месячная доходность индексов Sensex 30 и Sensex (компаний средней капитализации)

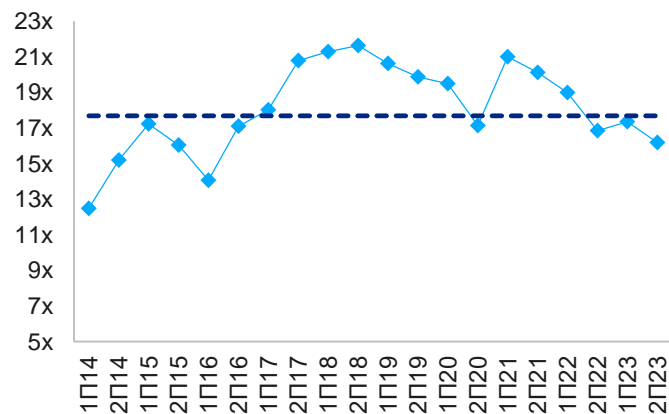


СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ ИНДИИ

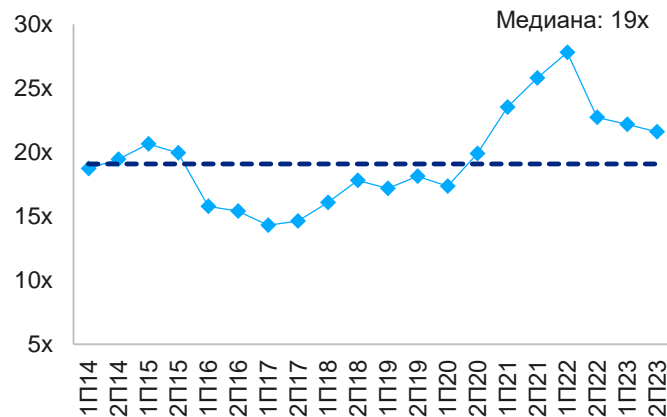
Ждем разворот индекса Sensex 30 и переход к росту после парламентских выборов в мае 2024 г. Предпочитаем сектор финансов, ИТ и промышленности

- Умеренно негативная динамика Sensex 30 может сохраниться до выборов в апреле-мае 2024 г. и коснется наиболее чувствительных секторов рынка. В первую очередь, наиболее крупные сегменты индекса: финансовый сектор (вес в индексе 39,5%) и ИТ (15%), а также промышленность, где оценка достигла локального пика. Ждем, что в отсутствие политического риска, Sensex 30 восстановит потери и вернется в фазу роста до конца 2024 г.
- В секторе ИТ сохраняется премия относительно медианного уровня оценки. Ожидания рынка по корпоративным прибылям сектора консервативно закладывают замедление спроса крупных предприятий США и Европы (на их долю приходится >60% выручки сектора). Данные по отчетностям крупнейших предприятий США по итогам 4 кв. 2023 г. не предполагают дальнейшего сокращения операционных расходов – что в целом позитивно для сектора ИТ в Индии.
- Промышленный сектор наиболее чувствителен к выборам в мае 2024 г., т.к. с/х и автомобилестроение получают гос.субсидии на развитие, под протекцией государства также локализация производств электрокомпонентов – все эти стимулы содержатся в предвыборной программе действующего премьер-министра Н.Моди, и будут пролонгированы, в случае победы правящей партии на парламентских выборах. Инвесторы могут сократить экспозицию на сектор до объявления результатов выборов в мае 2024 г.

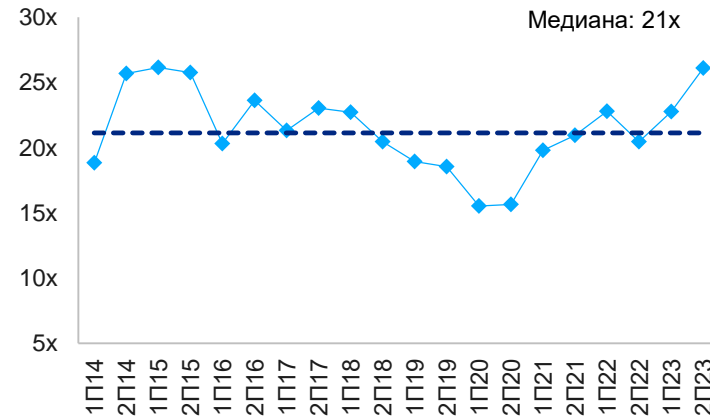
Финансовый сектор: P/E след. 12 мес.



Сектор ИТ: P/E след. 12 мес.



Сектор промышленности: P/E след. 12 мес.

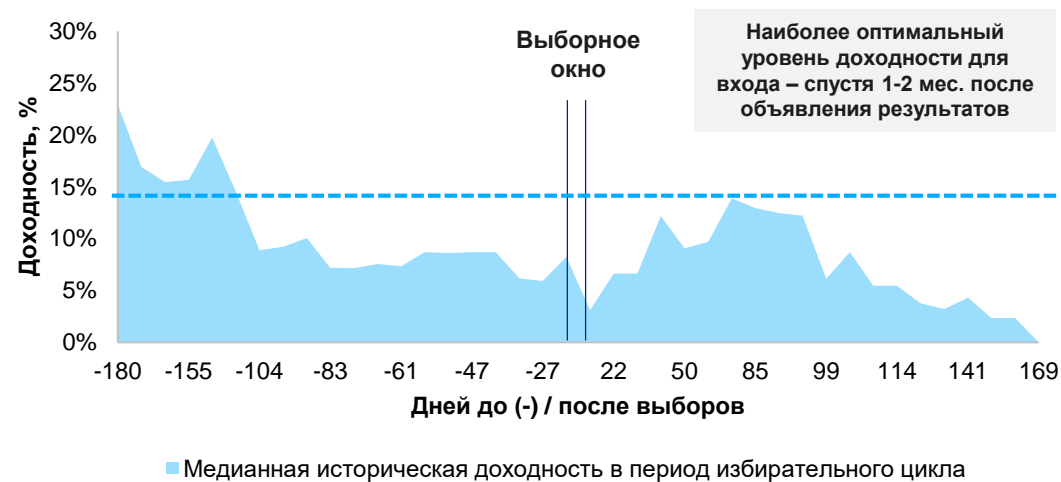


СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ ИНДИИ

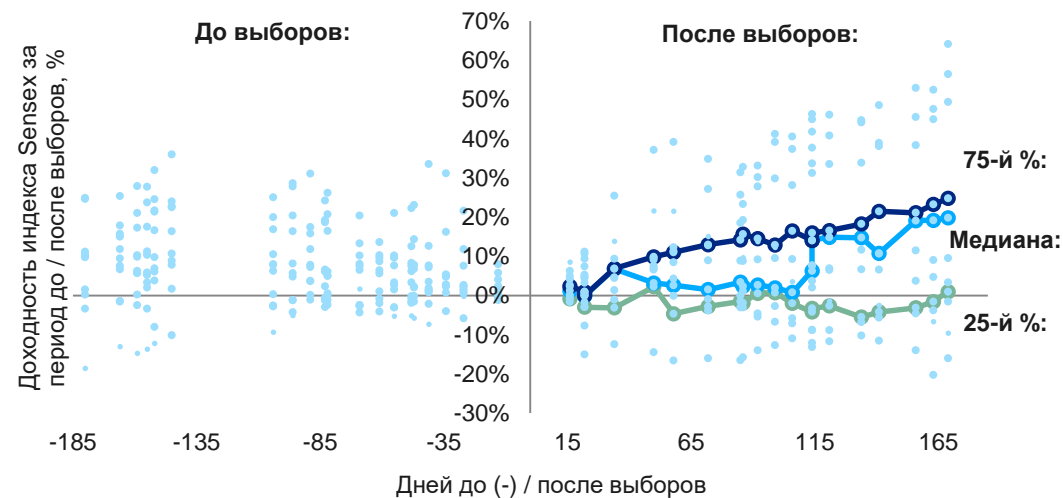
Исторически выборы слабо влияли на рост волатильности рынка акций Индии. Политическая определенность после выборов придаст ускорения рынку

- В мае 2024 г. ожидаются очередные парламентские выборы, на которых против правящей партии Бхаратия джаната парти (БДП) – действующего премьер-министра Н.Моди – выступит коалиция из 26 партий.
- За последние 5 избирательных циклов (с 1990-х годов) периоды 6 мес. до / 6 мес. после выборов сопровождались небольшими ценовыми колебаниями относительно средних исторических значений. Фактор выборов не выступал катализатором для всплеска волатильности на рынке акций, вероятно, из-за менее выраженных спекулятивных действий местных инвесторов. Но в данный выборный цикл риски распродаж присутствуют в случае проигрыша правящей партии и смены премьер-министра.
- На основе исторических данных, наиболее оптимальными точками для входа в период выборов (согласно медианным значениям) может стать отрезок от 22 до 50 дней (1-2 мес.) с момента закрытия выборного окна. Медианная историческая 6-мес. доходности индекса Sensex 30 составляет ~15%.

Историческая доходность Sensex 30 в зависимости от точки входа до / после выборов (через 6 мес. после выборов)



Средняя 6-мес. доходность индекса Sensex 30 после выборов составляет около 15%

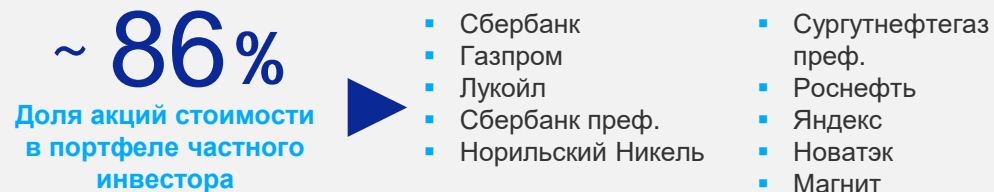


ПРИЛОЖЕНИЯ

РОЗНИЧНЫЙ ИНВЕСТОР НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ АКЦИЙ

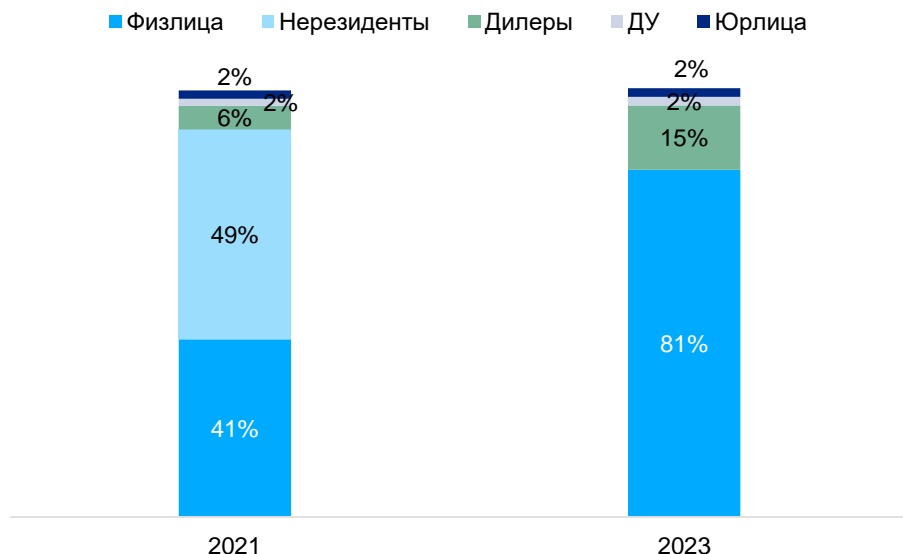
- Доля физических лиц на российском рынке акций резко выросла – до 81% в объеме торгов в 2023 г. – на фоне ухода иностранных инвесторов.
- В 2023 г. фондовый рынок стал больше подвержен сентименту розничных инвесторов.

«ПОРТФЕЛЬ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА» – ТОП-10 АКЦИЙ*

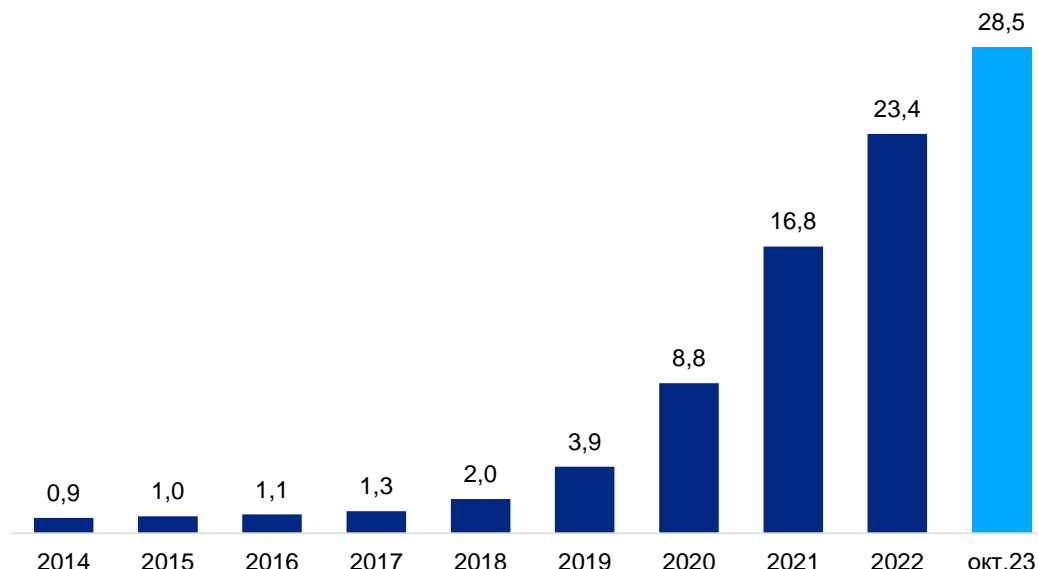


*«Портфель частного инвестора» в октябре 2023 г. (аналитический продукт Мосбиржи) – 10 наиболее популярных акций российских компаний в инвестиционных портфелях физических лиц

Оборот в режиме основных торгов по группам клиентов

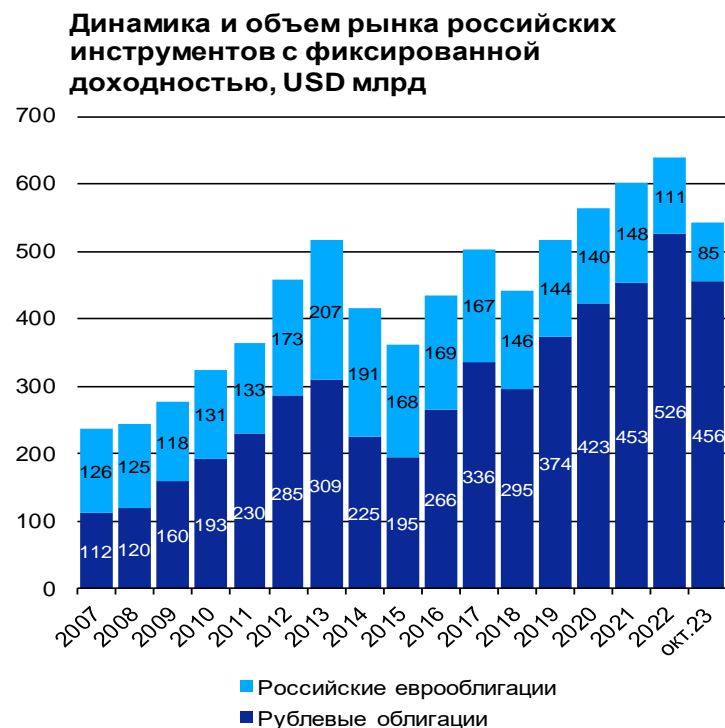


Количество уникальных розничных клиентов, млн



СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

- Объем российского рынка инструментов с фиксированной доходностью превышает 541 млрд долл.
- Российский рынок облигаций обладает емким внутренним рынком долга в национальной валюте, на который приходится более 4/5 выпусков в долларовом выражении.
- Менее 1/5 российского рынка облигаций приходится на выпуски в иностранной валюте (за 2022 г. уменьшился на 37 млрд долл., за 10M2023 г. – на 26 млрд долл.).
- В структуре российского рынка долга преобладают корпоративные облигации, на которые приходится 3/5 объема выпусков и 2/5 составляют суверенные облигации.



Структура рынка российских инструментов с фиксированной доходностью



РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

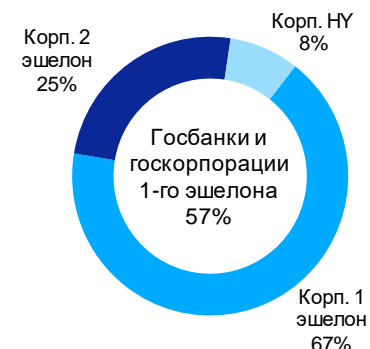
Российский рынок рублевых облигаций это:

- 42,7 трлн руб. выпусков в обращении (на 1 ноября 2023 г.)
- Превалируют суверенные облигации и корпоративные заемщики 1-го эшелона с рейтингами AAA(RU) / ruAAA
- Преобладание облигаций финансового сектора, нефти и газа, транспорта, телекоммуникаций и ИТ в корпоративном сегменте
- Основную роль играют институциональные инвесторы (банки, пенсионные фонды и др.), доля физических лиц в объеме торгов 32% (октябрь 2023 г.)
- Торговые обороты с момента перезапуска торгов в марте 2022 г. восстановились только в ликвидном сегменте ОФЗ
- Доля нерезидентов в ОФЗ составила 7,7% или 1,5 трлн руб. на 1 ноября 2023 г. (данные ЦБ РФ). Объем владения снизился (на ~1 трлн руб.) после перевод ОФЗ в российскую инфраструктуру по 319-ФЗ

Структура рынка рублевых облигаций



Структура рынка рублевых корпоративных облигаций



Рынок корпоративных рублевых облигаций по отраслям



Биржевой оборот рублевых облигаций, млрд руб.

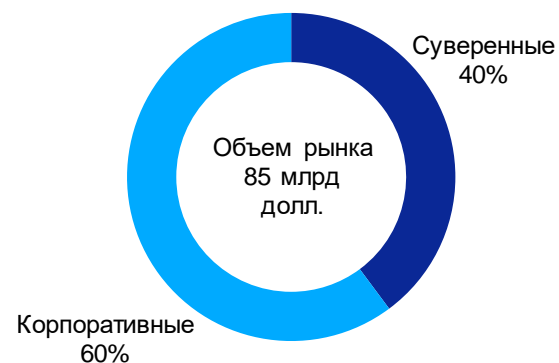


РЫНОК РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

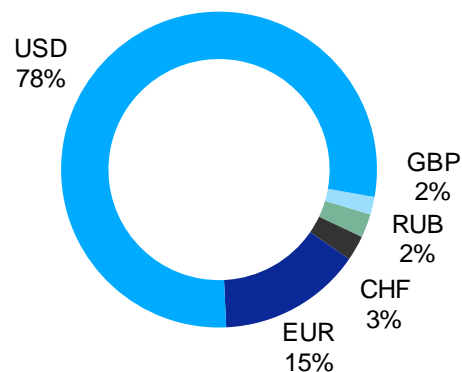
Российский рынок еврооблигаций это:

- 85 млрд долл. выпусков в обращении
- Преобладание облигаций нефтегазового, финансового и металлургического секторов в корпоративном сегменте
- Весомая роль иностранных инвесторов, в т.ч. в сегменте евробондов РФ – доля 45,7% или 15,0 млрд долл. на 1 октября 2023 г. (по данным ЦБ РФ)
- Преимущественно долларовые выпуски – доля около 78%
- Многие российские эмитенты из-за санкций против РФ столкнулись с блокировкой платежей по еврооблигациям со стороны иностранных банков-агентов
- Платежи по евробондам не приходят российским инвесторам – европейские Euroclear и Clearstream приостановили взаимодействие с российским НРД

Структура рынка российских еврооблигаций



Структура российских еврооблигаций по валютам



Структура рынка российских еврооблигации по секторам*

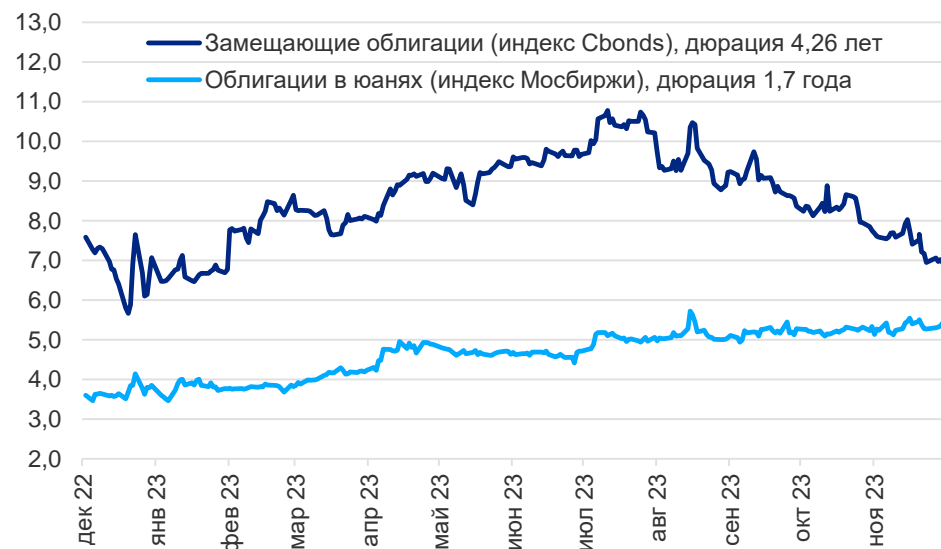


ОБЛИГАЦИИ В ЮАНЯХ

Доходности постепенно корректируются вверх, объем рынка продолжает увеличиваться

- В 2022 г. стартовали размещения облигаций в юанях в российской инфраструктуре. На рынок уже вышли: Роснефть, Русал, Полюс, Металлоинвест, Норникель, ФосАгро, Совкомфлот, Сегежа, ЮГК, ЕАБР, Альфа-Банк и др. Суммарный объем выпусков приблизился к 70 млрд юаней или ~9,8 млрд долл. (ноябрь 2023 г.).
- Доходности российских облигаций в юанях смещаются вверх с 3,5-5,0% годовых до 4,3-6,8% годовых (г/г). Премии к китайским аналогам расширяются, что выглядит более перспективно. Но конкуренцию по уровню доходностей по-прежнему составляют локальные «замещающие» облигации в валюте (\$,€,£,¥) (6-7% годовых).
- Объем размещений в юанях будет нарастать со стороны экспортеров (т.к. нет доступа к рынку евробондов) и банков (под выдачу кредитов в юанях). Переход на внешний товарооборот в юанях обеспечит ликвидность. Доля розничных инвесторов в торгах облигациями в юанях в апреле 2023 г. составляла 32% (Мосбиржа).
- Облигации в юанях дают валютную экспозицию, обращаются в безопасной российской инфраструктуре с опцией платежей в рублях по курсу ЦБ. Одновременно есть риски отрицательной переоценки из-за их относительной дороговизны.

Доходности российских облигаций в юанях, %



Параметры выпусков облигаций в юанях

Выпуск	АКРА / Эксперт РА	ISIN	Объем, млн CNY	Купон	Погашение / Оферта	Цена, %	Доходность, %
Металлоинвест, 001P-01	AAA(RU) / -	RU000A1057A0	1 000	3,10%	13.09.2024	99,2	4,2
Металлоинвест, 001P-02	AAA(RU) / -	RU000A1057D4	1 000	3,70%	10.09.2027	93,9	5,6
Металлоинвест, 001P-03	AAA(RU) / -	RU000A105M75	1 000	3,25%	11.12.2025	96,9	4,9
Металлоинвест, 001P-05	AAA(RU) / -	RU000A1071S3	1 000	5,75%	14.04.2026	100,0	5,8
Полюс, ПБО-02	- / ruAAA	RU000A1054W1	4 600	3,80%	24.08.2027	94,9	5,4
РУСАЛ, БО-001P-01	A+(RU) / -	RU000A105C44	6 000	3,75%	24.04.2025	97,6	5,6
РУСАЛ, БО-05	A+(RU) / -	RU000A105104	2 000	3,90%	05.08.2024	98,9	5,6
РУСАЛ, БО-06	A+(RU) / -	RU000A105112	2 000	3,90%	05.08.2024	98,9	5,6
РУСАЛ, БО-001P-02	A+(RU) / -	RU000A105PQ7	1 000	3,95%	23.12.2025	98,6	4,7
РУСАЛ, БО-001P-03	A+(RU) / -	RU000A105Q06	3 000	3,85%	24.12.2025	-	-
РУСАЛ, БО-001P-05	A+(RU) / -	RU000A1076U8	600	6,70%	08.05.2026	100,1	6,8
Роснефть, 002P-12	- / ruAAA	RU000A1057S2	15 000	3,05%	20.09.2024	99,0	4,3
Роснефть, 002P-13	- / ruAAA	RU000A105ZC6	15 000	3,50%	21.03.2024	99,9	3,8
Сегежа Групп, 003P-01R	- / ruA-	RU000A105EW9	500	4,15%	10.11.2025	91,3	9,4
ЮГК, 001P-01	AA-(RU) / ruAA	RU000A105GS2	700	3,95%	19.11.2024	99,2	4,9
ЮГК, 001P-02	AA-(RU) / ruAA	RU000A1061L9	600	5,50%	01.04.2025	100,2	5,4
ЕАБР, 003P-004	AAA(RU) / -	RU000A105EV1	1 900	3,50%	07.11.2025	95,9	5,8
Альфа-Банк, 002P-20	AA+(RU) / ruAA+	RU000A105NH1	850	4,00%	23.12.2024	99,6	4,4
ГМК Норникель, БО-001P-05-CNY	- / ruAAA	RU000A105ML5	4 000	3,95%	15.12.2025	96,8	5,7
ГМК Норникель, БО-001P-06-CNY	- / ruAAA	RU000A105NL3	5 000	3,75%	25.12.2025	-	-
Совкомфлот, 001P-01	- / ruAAA	RU000A1060Q0	2 600	4,95%	24.03.2026	100,5	4,8
ФосАгро, БО-П01-CNY	AAA(RU) / ruAAA	RU000A1063Z5	2 000	4,85%	09.04.2026	-	-

РЫНОК РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Временный порядок исполнения обязательств по еврооблигациям российскими заемщиками

Из-за блокировок выплат по российским евробондам внешними контрагентами утвержден временный порядок исполнения обязательств:

- **Указ Президента РФ №665 от 9 сентября 2023 г. (отменяет Указ №394 от 22 июня 2022 г.):** По суверенным евробондам РФ предусмотрены выплаты НРД (платежного агента) в пользу владельцев бумаг, чьи права учтены в российских депозитариях (прошли раскрытие) в рублях по курсу ЦБ РФ на дату платежа по эмиссионной документации. Остаток средств для владельцев евробондов с учетом прав в зарубежной инфраструктуре будет зачислен на счета типа «И» – порядок их использования: внешние инвесторы должны обратиться в НРД для включения в реестр держателей и в течение 90 дн. (с даты очередного платежа) смогут получить платеж в рублях по курсу ЦБ РФ на дату фактической выплаты. По истечении 90 дн. выплаты будут производиться в иностранной валюте со счета НРД в зарубежной депозитарии, которому будет выдано распоряжение на перевод средств владельцу евробондов из реестра держателей.

По указу №665 российские инвесторы могут получить в рублях компенсацию доходов (купоны / дивиденды) по заблокированным за рубежом ценным бумагам за счет средств на счетах типа «И» от купонов по евробондам РФ, которые не были востребованы иностранными инвесторами. Механизм начнет действовать с 15 декабря 2023 г.

- **Указ Президента РФ от 22 мая 2023 г. №364:** Российские заемщики ОБЯЗАНЫ до 1 января 2024 г. «заместить» локальными облигациями выпуски евробондов, учет прав на которые ведется в российских депозитариях.
 - ✓ Исключения для «замещения» возможны по решению Правкомиссии. Освобождаются те, кто уже «заместил» евробонды.
 - ✓ По незамещенным евробондам сохраняется обязанность платить в рублях в российские депозитарии.
 - ✓ Указ предусматривает право на неограниченное дозамещение в последующем, но в рамках объема выпуска евробондов.
- **Федеральный закон 292-ФЗ от 14 июля 2022 г.:** «Замещающие» облигации копируют евробонды по номиналу, ставке и графику купонов, срокам погашения. Но все расчеты проходят в рублях по курсу ЦБ РФ. «Замещающие» облигации могут отличаться от евробондов набором ковенант, опционов пут / колл, поручителями на усмотрение заемщиков. «Замещающие» облигации размещаются в упрощенном порядке без регистрации нового проспекта – действует до конца 2023 г. (продлено 519-ФЗ от 19.12.2022 г.).
- **Указ Президента РФ от 8 августа 2022 г. №529:** Российский заемщик с разрешения Правкомиссии имеет ПРАВО открыть в российском банке счет типа «Д» на имя нерезидентов и резидентов, чьи права учтены в иностранной инфраструктуре, для выплат по евробондам в рублях по курсу ЦБ, где средства могут быть конвертированы (для нерезидентов) и переведены на счет в иностранном банке без дополнительных разрешений. Данной опцией могут воспользоваться компании под санкциями, которые не могут проводить зарубежные платежи.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Банк ВТБ (ПАО) (Банк ВТБ). Генеральная лицензия Банка России № 1000. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 040-06492-100000 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 040-06497-000100 выданы 25.03.2003 Банком России. Банк ВТБ внесен в единый реестр инвестиционных советников 24.12.2018. Банк ВТБ является членом саморегулируемой организации "Национальная ассоциация участников фондового рынка".

1. Настоящий документ и содержащиеся в нем сведения предназначены исключительно для информационных целей. Документ не рассматривается и не должен рассматриваться как предложение Банка ВТБ о покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов или оказания услуг какому-либо лицу, не является офертой, публичной офертой по какому бы то ни было действующему законодательству. Предоставляемая информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем доходности вложений.

Никакие положения информации или материалов, представленных в документе, не являются и не должны рассматриваться как индивидуальные инвестиционные рекомендации и/или намерение Банка ВТБ предоставить услуги инвестиционного советника, кроме как на основании соответствующего договора, заключаемого между Банком ВТБ и клиентом. Банк ВТБ не может гарантировать, что финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в настоящем документе, подходят всем лицам, которые ознакомились с такими материалами, в том числе в соответствии с их инвестиционным профилем. Финансовые инструменты, продукты и услуги, упоминаемые в информационных материалах, могут быть ограничены в обороте и не предназначены для широкого круга инвесторов. Банк ВТБ не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия Вами решений в отношении финансовых инструментов, продуктов и услуг, представленных в информационных материалах.

2. Прежде чем воспользоваться какой-либо услугой или приобретением финансового инструмента или инвестиционного продукта, Вы должны предварительно ознакомиться с документами, содержащими все условия заключаемого договора и/или совершаемой сделки, и самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от услуги и/или продукта, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки при использовании конкретной услуги, или перед приобретением конкретного финансового инструмента или инвестиционного продукта, свою готовность и возможность принять такие риски. При принятии инвестиционных решений Вы не должны полагаться на мнения, изложенные в настоящих материалах, но должны провести собственный анализ финансового положения эмитента и всех рисков, связанных с инвестированием в финансовые инструменты.

Ни прошлый опыт, ни финансовый успех других лиц не гарантируют и не определяют получение таких же результатов в будущем. Стоимостью или доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящем материале могут изменяться и/или испытывать воздействие изменений общей рыночной конъюнктуры, в том числе процентных ставок, инвестор может потерять первоначальную инвестиционную сумму.

Банк ВТБ не гарантирует доходность инвестиций, инвестиционной деятельности или финансовых инструментов. До осуществления инвестиций необходимо внимательно ознакомиться с условиями и/или документами, которые регулируют порядок их осуществления. До приобретения финансовых инструментов необходимо внимательно ознакомиться с условиями их обращения.

3. Никакие финансовые инструменты, продукты или услуги, упомянутые в материале, не предлагаются к продаже и не продаются в какой-либо юрисдикции, где такая деятельность противоречила бы законодательству о ценных бумагах или другим местным законам и нормативно-правовым актам, или обязывала бы Банк ВТБ выполнить требование о регистрации в такой юрисдикции. Банк ВТБ предлагает Вам убедиться в том, что Вы имеете право инвестировать средства в упомянутые в настоящих информационных материалах финансовые инструменты, продукты или услуги. Таким образом, Банк ВТБ не может быть ни в какой форме привлечен к ответственности в случае нарушения Вами применимых к Вам в какой-либо юрисдикции запретов.

4. Банк ВТБ прилагает разумные усилия для получения информации из надежных, по его мнению, источников. Вместе с тем, Банк ВТБ не делает каких-либо заверений в отношении того, что информация или оценки, содержащиеся в представленном информационном материале, являются достоверными, точными или полными. Любые выражения мнений, оценок и прогнозов являются мнениями авторов на дату написания материала. Любая информация, представленная в настоящих информационных материалах, может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. Любая приведенная информация и оценки не являются условиями какой-либо сделки, в том числе потенциальной.

Многие факторы могут стать причиной того, что фактические результаты будут существенно отличаться от предполагаемых результатов, содержащихся в заявлениях прогнозного характера, включая, среди прочего, такие факторы, как общие условия экономической деятельности, конкурентная среда, изменения рыночной конъюнктуры, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, а также другие риски, связанные с деятельностью Банка ВТБ.

5. На финансовые инструменты, описанные в настоящих материалах могут распространяться требования Закона от 7 мая 2013 года № 79-ФЗ "О запрете отдельным категориям лиц открывать и иметь счета (вклады), хранить наличные денежные средства и ценности в иностранных банках, расположенных за пределами территории Российской Федерации, владеть и (или) пользоваться иностранными финансовыми инструментами". Инвестору необходимо самостоятельно оценить возможность заключения сделки с иностранными финансовыми инструментами.

6. Банк ВТБ обращает внимание инвесторов, являющихся физическими лицами, на то, что на денежные средства, переданные Банку ВТБ в рамках брокерского обслуживания, не распространяется действие Федерального закона от 23.12.2003. № 177-ФЗ "О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации" и оказываемые на основании договора о брокерском обслуживании финансовые услуги не являются услугами по открытию банковских счетов и приему вкладов.

7. Банк ВТБ настоящим информирует Вас о возможном наличии конфликта интересов при предложении рассматриваемых в документе финансовых инструментов, продуктов и услуг, который может возникнуть в силу широкой диверсификации видов профессиональной деятельности Банка ВТБ и группы ВТБ на финансовых рынках, в том числе по оказанию услуг по размещению и/или организации размещения таких финансовых инструментов. При урегулировании возникающих конфликтов интересов Банк ВТБ руководствуется интересами своих клиентов.

8. Любые логотипы, иные чем логотипы Банка ВТБ если таковые приведены в отчете, используются исключительно в информационных целях, не имеют целью введение клиентов в заблуждение о характере и специфике услуг, оказываемых Банком ВТБ, или получение дополнительного преимущества за счет использования таких логотипов, равно как продвижение товаров или услуг правообладателей таких логотипов, или нанесение ущерба их деловой репутации.

9. Термины и положения, приведенные в настоящих материалах, должны толковаться исключительно в контексте соответствующих сделок и операций и/или ценных бумаг и/или финансовых инструментов и могут полностью не соответствовать значениям, определенным законодательством РФ или иным применимым законодательством.

10. Настоящие материалы предназначены для распространения только на территории Российской Федерации и не предназначены для распространения в других странах, в том числе Великобритании, странах Европейского Союза, США и Сингапуре, а также, хотя и на территории Российской Федерации, гражданам и резидентам указанных стран. Банк ВТБ не предлагает финансовые услуги и финансовые продукты гражданам и резидентам стран Европейского Союза.

11. Вся информация об условиях предоставления продуктов Банка ВТБ, в том числе о финансовых услугах, оказываемых на основании договора о брокерском обслуживании, и дополнительных услугах брокера, в том числе оказываемых за дополнительную плату, о порядке получения финансовой услуги, в том числе документах, которые должны быть предоставлены получателем финансовых услуг для ее получения, о способах и порядке изменения условий договора о брокерском обслуживании, в том числе в результате внесения брокером изменений во внутренние документы, ссылка на которые содержится в договоре о брокерском обслуживании, о тарифах, иных возможных расходах, связанных с приобретением владением и продажей финансовых инструментов, и порядке их формирования, порядке возврата денежных средств (имущества) и о структуре связанных с этим издержек, о рисках инвестирования в финансовые инструменты, о способах и адресах направления обращений (жалоб) брокеру, в саморегулируемую организацию, в орган, осуществляющий полномочия по контролю и надзору за деятельностью брокера; о способах защиты прав получателя финансовых услуг, включая информацию о наличии возможности и способах досудебного или внесудебного урегулирования спора, в том числе о претензионном порядке урегулирования спора, Вы можете получить на официальном сайте vtb.ru, а также в филиалах и дополнительных офисах Банка ВТБ. С декларацией о рисках, связанных с осуществлением операций на финансовых рынках Вы можете ознакомиться на странице официального сайта www.vtb.ru/personal/investicii/documents/ Информация актуальна на дату размещения на сайте.

Все права на представленную информацию принадлежат Банку ВТБ. Данная информация не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения Банка ВТБ.

Адрес местонахождения: 191144, г. Санкт-Петербург, Дегтярный переулок, д. 11, литер А., адреса офисов брокера можно найти по ссылке, контактный телефон: +7 (495) 739-77-99, адрес электронной почты: info@vtb.ru, адрес официального сайта в сети Интернет: vtb.ru