

ВЗГЛЯД НА РЫНКИ КАПИТАЛА

Декабрь 2022 г.

СОДЕРЖАНИЕ



- Инвестиционное заключение
- Глобальные инвестиционные темы
- Российская экономика
- Валюты
- Рублевые облигации
- Российские акции
- Глобальные акции
- Приложения

ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

- Мировые центральные банки ужесточили политику, что помогло замедлить инфляцию, но начало негативно влиять на деловую активность. Пик инфляционного давления в мире позади, однако темпы роста цен, вероятно, останутся выше целевых уровней в 1 пол. 2023 г.
- Ожидаем, что ФРС в начале года повысит базовую ставку до ~5,25%. В середине года ожидаем начало мягкой рецессии в США. Федрезерв начнет смягчать политику не ранее 3 кв. 2023 г., когда месячные темпы базовой инфляции стабилизируются на уровне 2-2,5% (SAAR).
- Китайская экономика в 2022 г. находилась под давлением антиковидных ограничений и проблем в секторе недвижимости. Активное стимулирование экономики и смягчение подхода к борьбе с пандемией приведут к восстановлению темпов роста экономики КНР в 2023 г.
- В 2023 г. оцениваем среднюю цену нефти Brent в 92 долл./барр. ОПЕК+ остается определяющим фактором на рынке нефти и, скорее всего, не допустит продолжительного снижения цены. Полагаем, что влияние эмбарго на российскую нефть будет краткосрочным – ожидаем в 2023 г. среднюю цену Urals вблизи 70 долл./барр.
- В конце 2023 г. ожидаем цену золота на уровне 1900 долл./унц. Золото может получить поддержку как защитный актив от ожидаемой в 2023 г. рецессии в крупнейших мировых экономиках.
- Ожидаем, что в следующем году сокращение российской экономики продолжится. Дефицит федерального бюджета расширится до 3% ВВП – это будет поддерживать внутренний спрос, но увеличит среднесрочные проинфляционные риски.
- Инфляция в РФ резко упадет в марте-апреле 2023 г. на фоне эффекта базы. По итогам следующего года ожидаем инфляцию на уровне 5,7%, что позволит ЦБ РФ оставить ключевую ставку вблизи 7,5%. Баланс рисков при этом смещен в сторону более высокой инфляции и более жесткой ДКП.
- Динамика курса рубля складывается в рамках наших ожиданий. Тем не менее, продолжающаяся девальвация и значительный приток валюты по текущему счету будут удерживать рубль от резкого ослабления. Ожидаем среднегодовой уровень курса вблизи 65 руб./долл., к концу 2023 г. прогнозируем диапазон 65-70.

Инвестиционные предпочтения*

Российская экономика и финансовая система продолжают адаптироваться к внешним ограничениям, впереди – структурная трансформация экономики. Из-за высокой неопределенности пространство для инвестиционного планирования ограничено. Отдаем предпочтение **ДИВЕРСИФИКАЦИИ** инвестиций.

- Мы продолжаем **ДЕРЖАТЬ (=)** российские акции на фоне сохранения геополитических рисков и ограниченного раскрытия информации, отмечая позитивный фактор в виде подтверждения дивидендных политик компаний. Оцениваемая дивидендная доходность на 12 мес. составляет ~8%.
- Мы рассматриваем **ПОКУПКУ (+)** среднесрочных ОФЗ и корпоративных облигаций 1-го эшелона с кредитной премией выше среднего.
- Мы добавляем валютную экспозицию через **ПОКУПКУ (+)** «замещающих» облигаций в российской инфраструктуре без рисков блокировок.
- Мы рассматриваем **ПОКУПКУ (+)** акции китайских компаний в Гонконге на фоне господдержки строительного сектора, вероятного смягчения политики нулевой терпимости к коронавирусу весной 2023 г., а также привлекательной оценки рынка и снизившихся геополитических рисков.
- Мы сохраняем взгляд **ДЕРЖАТЬ (=)** на акции США, где видим высокую вероятность начала рецессии в 2-3 кварталах 2023 г. и завышенные прогнозы по чистой прибыли для компаний.

Для реализации инвестиционных предпочтений наилучшим образом подойдет новая стратегия доверительного управления **НОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ: МУЛЬТИВАЛЮТНЫЙ ПОРТФЕЛЬ**** с широкой диверсификацией по классам активов и валютам в безопасной российской инфраструктуре.

* Бенчмарки: S&P 500 Index, Индексы Мосбиржи (полная доходность)

**Стратегия доверительного управления АО ВВИМ Инвестиции

Источник: оценки и расчеты аналитиков



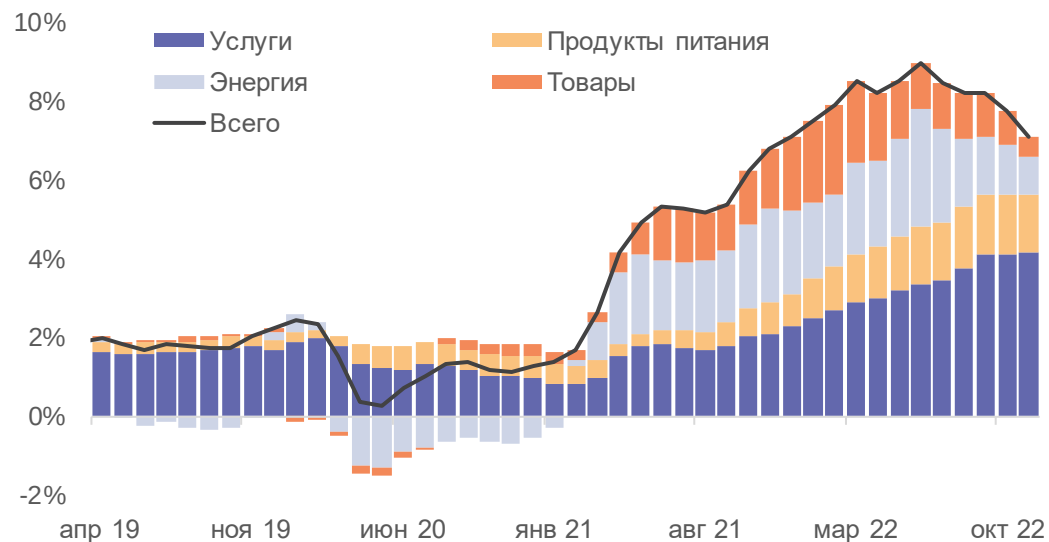
ГЛОБАЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ТЕМЫ

ИНФЛЯЦИЯ И МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА

Ужесточение ДКП начало влиять на экономику и способствовало замедлению инфляции, но ее возврат к целевому уровню вряд ли случится быстро

- Пик инфляционного давления в США, ЕС, других развитых и развивающихся странах, вероятно, позади, однако темпы роста цен, по нашему мнению, останутся выше целевых уровней (SAAR) в 1-2 кв. 2023 г. К таргетируемым уровням инфляция вряд ли вернется ранее 2024 г.
- Повышенные темпы роста цен в развитых странах могут поддерживать структурные ограничения на стороне предложения: деглобализация, старение населения и переход на зеленую энергию.
- Ожидаем, что ФРС в начале года повысит базовую ставку до ~5,25% и будет сохранять ее на этом уровне до осени. Снижение ставки, вероятно, начнется после того как месячная базовая инфляция стабилизируется на уровне 2-2,5% SAAR. В базовом сценарии ожидаем этого в 3 кв. 2023 г.

Ключевым драйвером инфляции в США стал рост цен в секторе услуг, % г/г и вклады



Текущий инфляционный импульс в 3-4 кв. снизился как в развитых, так и в развивающихся странах

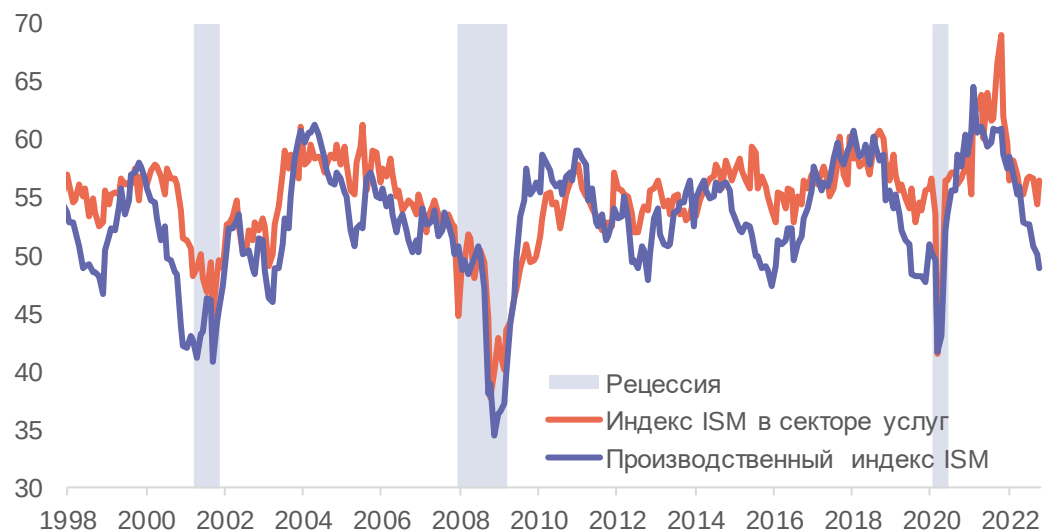


ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКТИВНОСТЬ В США

Ожидаем начало рецессии в американской экономике в середине года, но не ждем значительного спада

- Рецессия в американской экономике на горизонте года является консенсусом среди экономистов. Высокую вероятность спада подчеркивает инверсия кривой доходностей, снижение индексов деловой активности и спад в секторе недвижимости.
- Мы не ожидаем значительного падения экономики, поскольку рынок труда остается сильным, а риски финансовой стабильности выражены весьма слабо. Так, цены на финансовые активы уже не являются запредельными, а глобальные банки имеют хороший уровень капитализации.
- Более того, по сравнению с 2007-2008 гг. сейчас финансовая система регулируется значительно сильнее, а регулирующие органы тщательно отслеживают риски и принимают меры для их смягчения. Последний стресс-тест Федерезерва показывает, что риски финансовой стабильности остаются низкими.

Индексы ISM заметно снизились, но пока указывают на умеренное сокращение деловой активности



Сильный рынок труда поддерживает рост зарплат и ограничивает риски серьезной рецессии

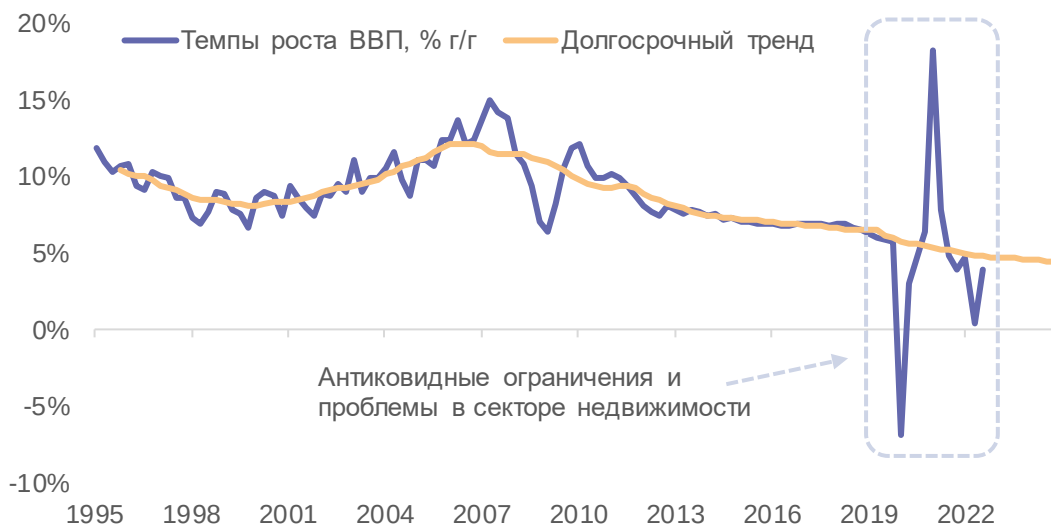


КИТАЙ – НОРМАЛИЗАЦИЯ В 2023 ГОДУ

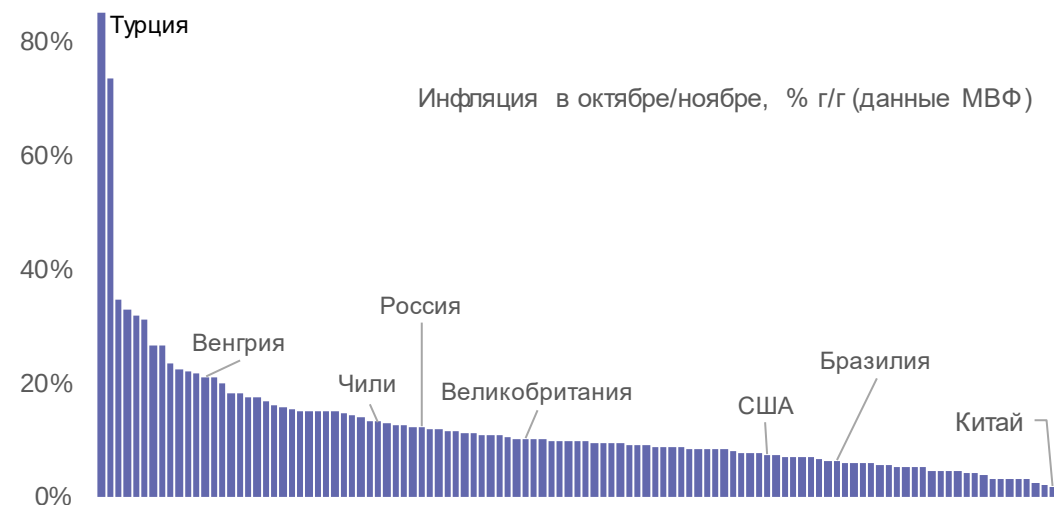
Ожидаем, что в следующем году китайская экономика вернется к долгосрочным темпам роста

- Китайская экономика в 2022 г. находилась под значительным давлением из-за антиковидных ограничений, проблем в секторе недвижимости и геополитической неопределенности. По итогам текущего года рост ВВП КНР окажется вблизи 2,5% г/г – чуть выше ковидного 2020 г.
- При этом в последнее время власти активно наращивают стимулирование экономики и сигнализируют о смягчении подхода к борьбе с вирусом. Скорее всего, это позволит улучшить ситуацию в экономике КНР – ждем ее нормализации в следующем году.
- Тем не менее, проблемы КНР отчасти являются структурными – расти за счет инвестиций в инфраструктуру и сектор недвижимости далее будет все сложнее. В этой связи Китаю необходим переход к более сбалансированному росту за счет частного потребления – это будет сопровождаться снижением потенциальных темпов роста.

Смягчение антиковидных мер и поддержка сектора недвижимости помогут экономике вернуться к росту на 4-5%



Инфляция в Китае – самая низкая в мире (1,6% г/г), по данным МВФ

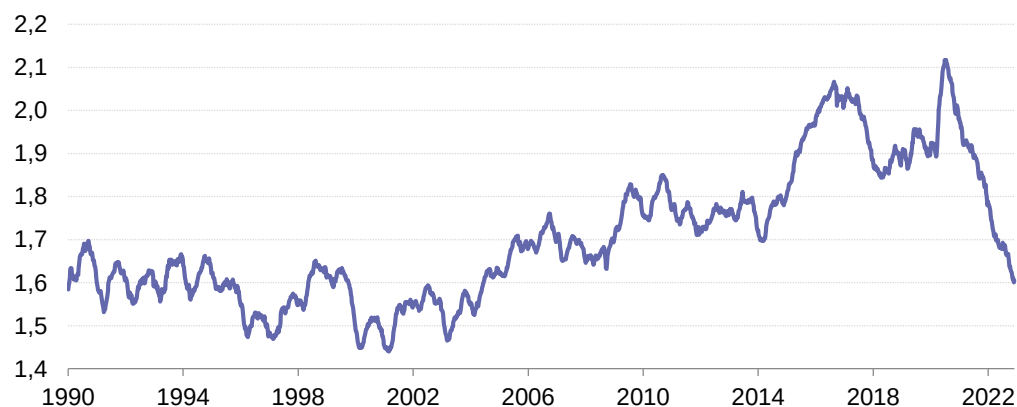


РЫНОК НЕФТИ

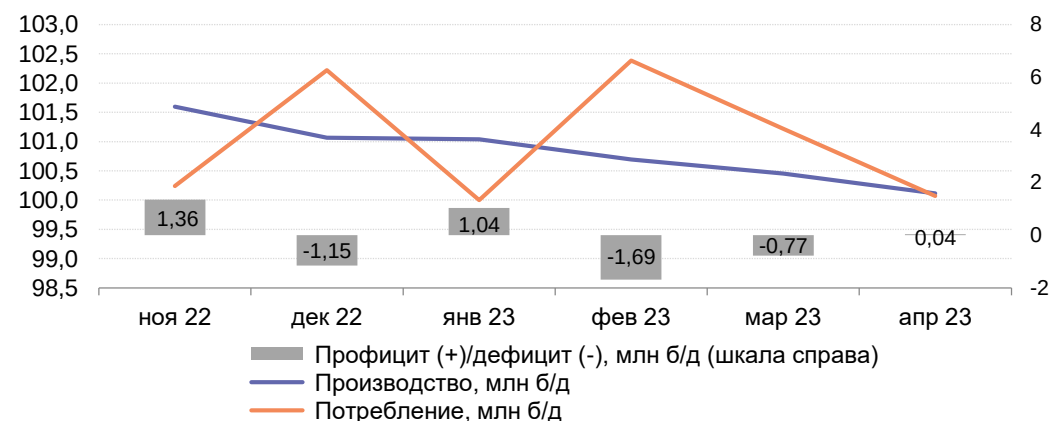
**Наш прогноз средней цены Brent в 2023 г. – 92 долл./барр.,
в 2024 г. – на уровне 95 долл./барр.**

- Нефть в 4 кв. находилась под давлением на фоне локдаунов в Китае, охвативших в конце ноября 25% экономики страны. Однако затем Китай резко пересмотрел подход, начав поэтапный отход от политики «нулевой терпимости» к коронавирусу, что может добавить до 1 млн б/д мирового спроса на нефть в 2023 г.
- Возможности нарастить добычу нефти в мире в ближайшие годы ограничены. США смогут добавить только +0,5 млн б/д к добыче в 2023 г. ОПЕК+ не исключает сокращений добычи в 2023 г. Добыча нефти в России может пострадать из-за эмбарго ЕС на нефтепродукты, вступающее в силу 5 февраля.
- В декабре 2022 г. США завершат программу продажи нефти из стратегического резерва, который упал в 2022 г. с 600 до 382 млн барр. Суммарные запасы нефти, нефтепродуктов и госрезерва в США находятся на минимумах с 2004 г., сигнализируя о дефиците на рынке.
- G7 и ЕС 5 декабря ввели эмбарго и «потолок» цен на нефть из России, что вызвало рост дисконта Urals к Brent с 20 до 30 долл./барр. Вряд ли высокий дисконт останется надолго, т.к. Россия подготовилась к ограничениям – перенаправила поставки и подготовила танкерный флот. Оцениваем средний дисконт на уровне 22 долл./барр. и 17 долл./барр в 2023 и 2024 гг. соответственно. Прогнозируем среднюю цену Urals в 2023 г. на уровне 70 долл./барр., в 2024 г. – 78 долл./барр.

Суммарные запасы нефти и нефтепродуктов в США, включая стратегический резерв, млрд барр.



В феврале-марте 2023 г. на рынке нефти будет наблюдаться дефицит



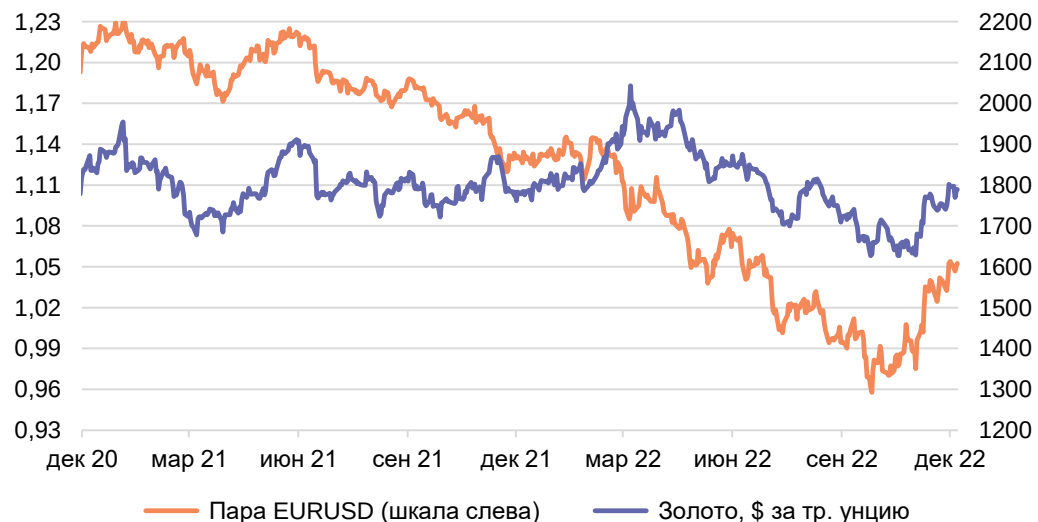
Источники: Минэнерго США, МЭА, ОПЕК, оценки и расчеты аналитиков

ЗОЛОТО

**Золото продолжает двигаться вслед за курсом доллара.
Прогноз в 2023 г. – 1 900 долл./унц., в 2024 г. – 2 000 долл./унц.**

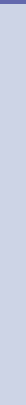
- Золото проявляет себя как рискованный актив в последние 2 года – демонстрирует высокую корреляцию с парой EUR/USD и индексом S&P. «Защитные» свойства золота проявлялись только в 1 кв. 2022 г., когда золото выросло из-за ускорения инфляции в США и роста мировых геополитических рисков.
- Эта корреляция, вероятно, нарушится в 2023 г. при наступлении рецессии в крупнейших мировых экономиках. В базовом сценарии мы ожидаем умеренную рецессию с относительно высокой инфляцией, что вызовет небольшой рост золота. История показывает, что в 5 рецессиях из последних 7 в экономике США цена золота показала рост.
- Золото, как актив с валютной экспозицией в российской инфраструктуре, хорошо подходит для диверсификации портфеля, выступая в качестве страховки на случай ослабления рубля. В 2023 г. ждем роста цены золота в рублях до 4 000 руб./грамм.

С апреля 2022 г. золото снова коррелирует с парой EURUSD



Динамика цены золота во время официально признанных в США рецессий

Год рецессии	Продолжительность рецессии, мес.	Итоговый рост
1973	16	87,0%
1980	6	-5,1%
1981	16	1,6%
1990	8	0,0%
2001	8	5,0%
2007	18	16,3%
2020	2	5,6%



РОССИЙСКАЯ ЭКОНОМИКА

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ НА 2023-2024 ГГ.

Российская экономика успешно прошла стрессовый период, сохранив финансовую и макроэкономическую стабильность. Впереди структурная трансформация. Главный фактор неопределенности – бюджетная политика

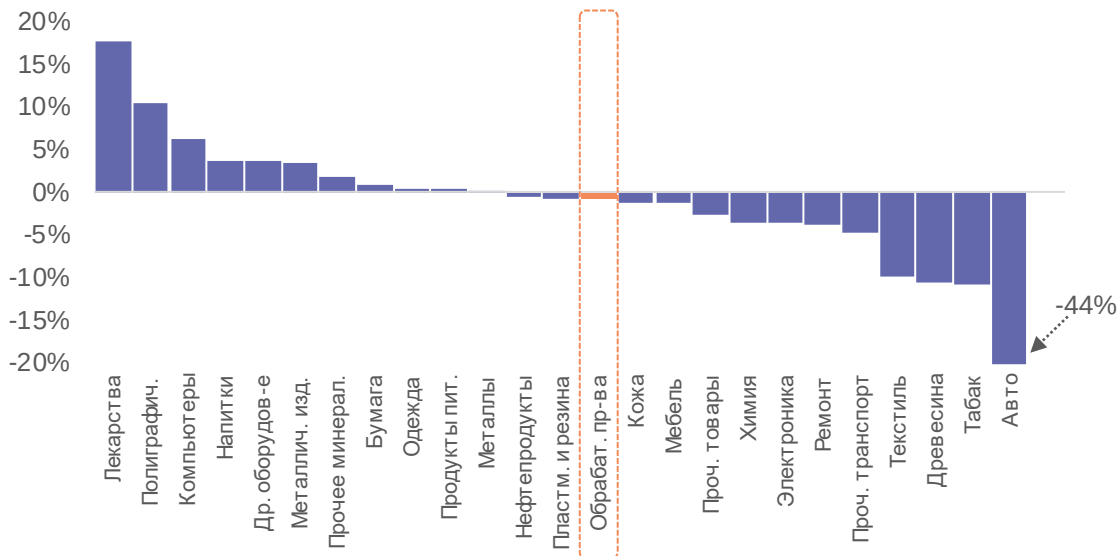
Прогноз макроэкономических показателей в 2023-2024 гг.						Сценарии на 2023 г.			Консенсус	
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2020	2021	2022 П	2023 П	2024 П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2023	2024
ВВП, %	-2.7%	4.4%	-2.4%	-1.4%	1.9%	-3.3%	-1.4%	0.4%	-2.9%	-2.4%
Промышленное производство, % г/г	-3.2%	5.3%	-0.5%	-1.6%	1.5%	-3.9%	-1.6%	0.5%		
Потребление, %	-5.2%	7.3%	-3.0%	0.0%	2.9%	-3.1%	0.0%	1.8%		
ЦЕНЫ	2020	2021	2022 П	2023 П	2024 П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2023	2024
ИПЦ, % сред. за год	3.4%	6.6%	13.8%	6.1%	4.8%	7.2%	6.1%	5.5%		
ИПЦ, % дек. г/г	4.9%	8.4%	12.2%	5.7%	4.3%	8.5%	5.7%	4.9%	12.3%	5.8%
ФИСКАЛЬНАЯ И МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА	2020	2021	2022 П	2023 П	2024 П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2023	2024
Ключевая ставка, % на конец периода	4.25%	8.5%	7.5%	7.5%	7.0%	9.0%	7.5%	7.0%		
Баланс бюджета, % ВВП	-3.8%	0.4%	-1.6%	-3.1%	0.3%	-4.0%	-3.1%	-1.1%		
ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ И ТОРГОВЛЯ	2020	2021	2022 П	2023 П	2024 П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2023	2024
USDRUB, сред. за год	72.4	73.7	68.0	65.3	69.7	75.2	65.3	62.3	70	73
USDRUB, на конец периода	74.4	74.7	64.0	68.0	71.4	78.0	68.0	62.0		
CNYRUB, сред. за год	10.5	11.4	10.2	9.2	9.9	10.6	9.2	8.8		
CNYRUB, на конец периода	11.4	11.8	9.2	9.6	10.2	11.0	9.6	8.7		
Счет текущих операций, млрд. \$	36	120	236	138	135	76	138	225		
ДОПУЩЕНИЯ	2020	2021	2022 П	2023 П	2024 П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2023	2024
Цена на нефть Urals, \$/бар., сред. за год	42	69	77	70	78	55	70	90		
Условная вероятность сценария, %						35%	50%	15%		

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ

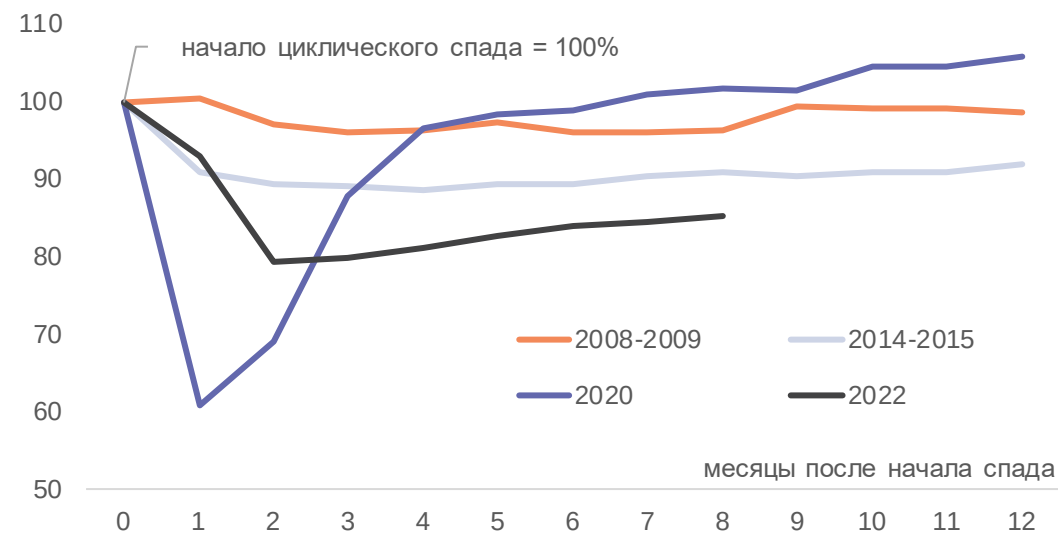
Потребительский спрос остается ослабленным, но экономику поддерживает динамика промышленного производства

- Российская экономика по итогам 2022 г. сократится менее чем на 3%. Экономику поддерживает перенаправление экспортных потоков, смягчение бюджетной и денежно-кредитной политики, а также неплохая динамика в обрабатывающих отраслях промышленности.
- В следующем году ВВП в годовом выражении продолжит сокращаться (по нашим оценкам, на 1,5%) на фоне эффекта высокой базы 1-го квартала. Ограничивать экономическую активность будет ослабленный потребительский спрос, высокий уровень неопределенности и вероятное сокращение добычи нефти.
- Важным фактором для уровня потенциала экономики является сокращение рабочей силы. Помимо негативного влияния на совокупное предложение этот фактор повышает среднесрочные проинфляционные риски.

Динамика отраслей обрабатывающей промышленности в январе-октябре 2022 г., % г/г



Оборот торговли непродовольственными товарами в реальном выражении в кризисные годы*



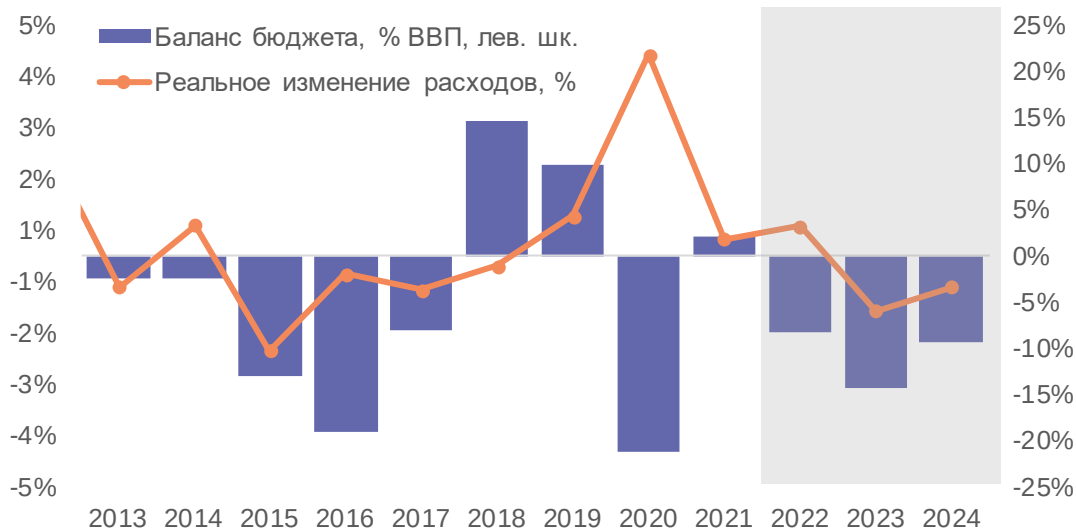
*индексы на основе месячных данных с сезонной коррекцией, 100% = начало циклического спада

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ

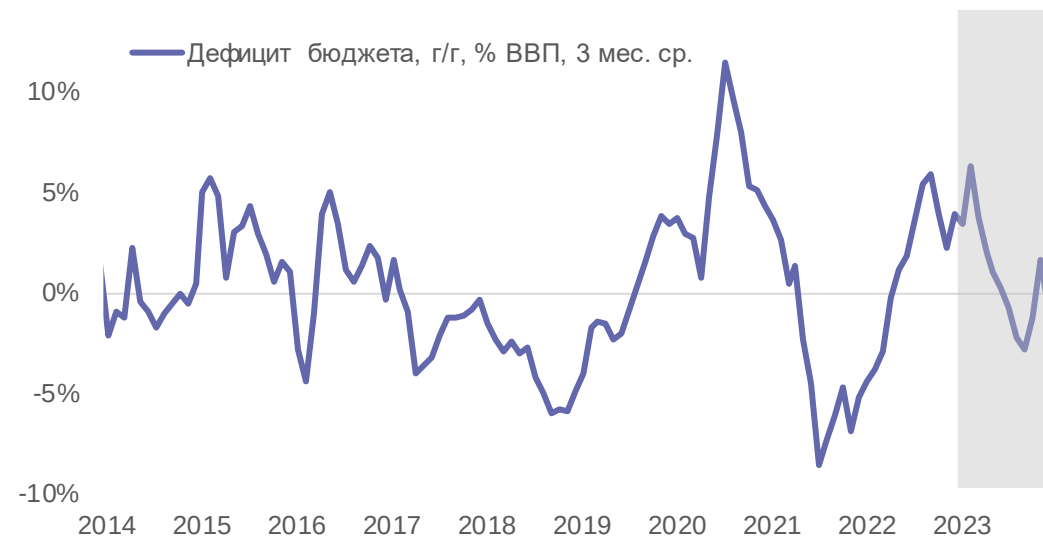
Смягчение бюджетной политики поддерживает совокупный спрос в экономике, но увеличивает проинфляционные риски

- Дефицит бюджета, по нашим оценкам, окажется в районе 1,5% ВВП в этом году и расширится до ~3% ВВП по итогам 2023 г. Минфин РФ ждет меньшего дефицита в 2023 г. (~2% ВВП), однако мы считаем, что бюджетные доходы могут оказаться меньше запланированных.
- По нашим оценкам, бюджетный импульс, достигнув в сентябре максимума на уровне 6% от ВВП, начал снижаться. Если Минфин будет придерживаться принятого плана по расходам, бюджетный импульс продолжит сокращаться, но останется положительным до середины 2023 г.
- Мы отмечаем наличие проинфляционных рисков, связанных с возможным расширением дефицита бюджета. Соблюдение текущих бюджетных планов позволит ограничить реализацию этих рисков.

Расходы федерального бюджета в 2023 г. снизятся на ~5-6% в реальном выражении



Бюджетный импульс заметно сократится в 2023 г. при соблюдении Минфином текущих планов



ИНФЛЯЦИЯ

Прогнозируем инфляцию ниже 4% г/г в марте-апреле следующего года
и ждем ее на уровне 5,5-6% г/г в конце 2023 г.

- В годовом выражении потребительская инфляция продолжает замедляться. По нашим оценкам, несмотря на ускорение текущих темпов роста цен (м/м с сезонной коррекцией) в годовом выражении инфляция заметно снизится в марте-апреле 2023 г. на фоне эффекта базы. Вероятнее всего, в апреле годовая инфляция окажется ниже 4%.
- При этом в конце 2023 г. инфляция окажется выше цели Банка России. Процессы структурной трансформации, скорее всего, будут сопровождаться изменением относительных цен, что окажет влияние на общую инфляцию.
- Баланс рисков на горизонте года смещен в сторону более сильного роста цен. Среди основных рисков отметим высокие и незаякоренные инфляционные ожидания, возможное расширение дефицита бюджета, сокращение потенциала экономики и ослабление курса рубля.

Динамика инфляции и базовый прогноз на 2023-2024 гг.



Инфляционные ожидания населения пока остаются на повышенном уровне

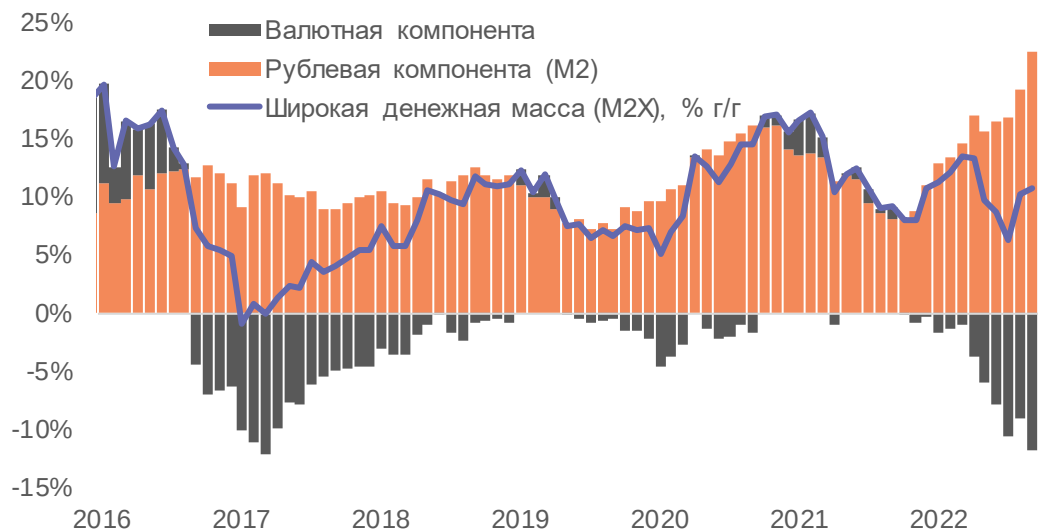


ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

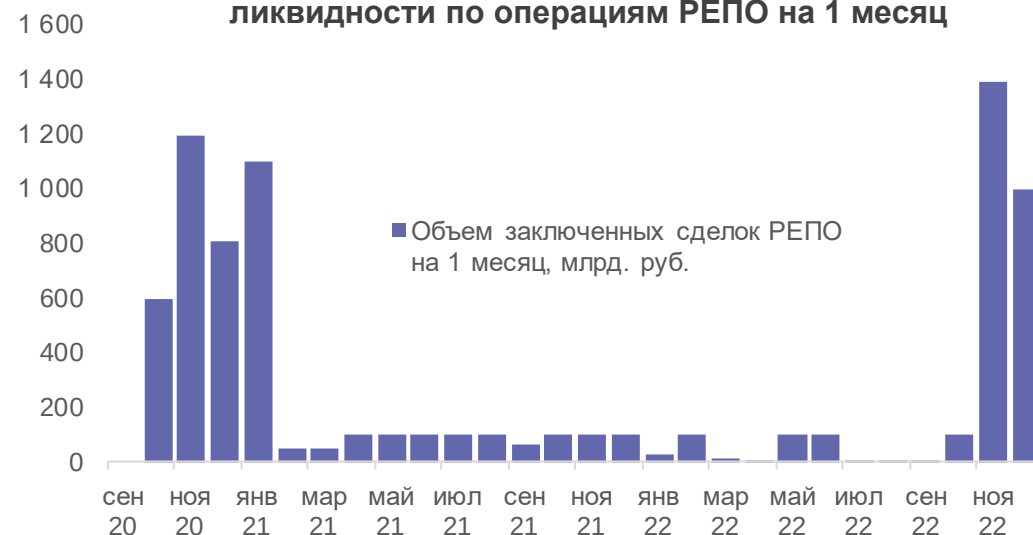
В базовом сценарии ожидаем сохранения ключевой ставки на уровне 7,5%

- Считаем, что баланс факторов (слабый спрос, снижение годовой инфляции, с одной стороны, расширение дефицита бюджета, ослабление рубля и высокие инфляционные ожидания – с другой) указывает на сохранение ключевой ставки в 2023 г. В случае ускорения инфляции не исключаем переход к ужесточению денежно-кредитной политики во 2 полугодии.
- Денежная масса (M2) растет сильными темпами – выше 20% г/г, однако показатель широкой денежной массы, включающей депозиты в иностранной валюте, демонстрирует вдвое меньший рост. Таким образом, рост денежной массы частично объясняется продолжающейся девальвацией.
- Банк России предоставляет значительные объемы ликвидности банкам по операциям одномесячного РЕПО. Эти средства подкрепляют банковскую ликвидность в периоды масштабных аукционов Минфина РФ. При этом по мере исполнения бюджетных расходов ликвидность возвращается в банковский сектор, позволяя ему закрыть задолженность перед ЦБ.
- Не ожидаем негативных эффектов от этого – инфляционные последствия может создавать дефицит бюджета, а не способ его финансирования. Кроме того, размещая ОФЗ с плавающими купонами, Минфин берет на себя процентный риск, а это стимул не расширять дефицит бюджета до запредельного уровня.

Структура темпов роста широкой денежной массы (M2X)



Банк России вновь предоставляет значительные объемы ликвидности по операциям РЕПО на 1 месяц





ВАЛЮТЫ

ВЗГЛЯД НА ПАРУ EUR/USD

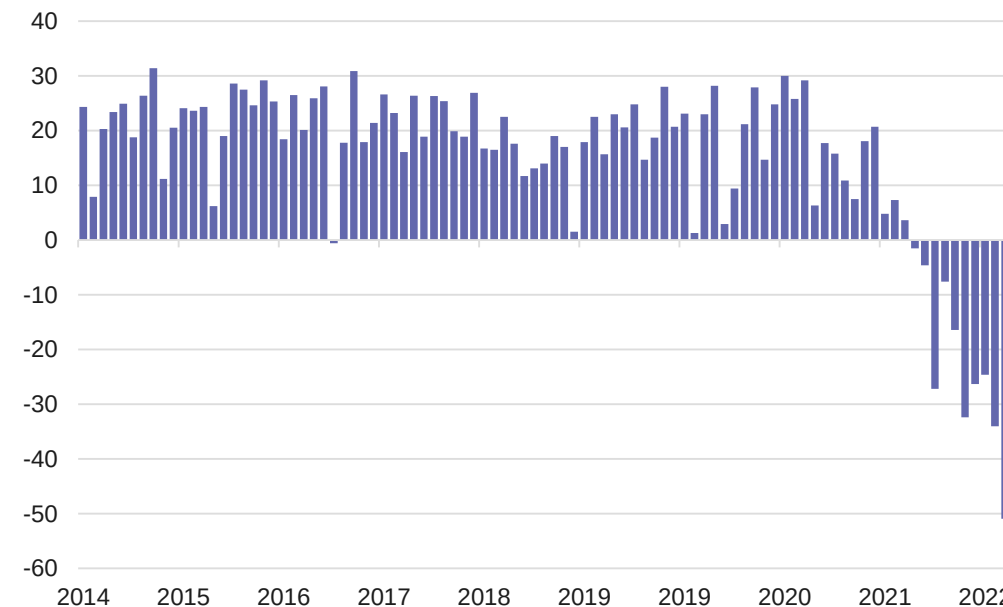
Ожидаемая в 2023 г. рецессия в Европе не даст евро вырасти Прогноз по паре EURUSD на 2023 г. – 1,00, в 2024 г. – 1,07

- В Европе реализуется неблагоприятный для энергетической безопасности сценарий. По прогнозу Еврокомиссии, экономика еврозоны покажет спад в 4 кв. 2022 г. и в 1 кв. 2023 г. Риски создает начавшийся перенос производства из Европы в США – при цене газа в Европе 1500 долл. за 1 тыс. куб. м. против 200 долл. в США.
- Энергетический кризис уже отразился на торговом балансе еврозоны – перешел от стабильного ежемесячного профицита в 10-30 млрд евро к дефициту в 30-50 млрд евро. Отрицательный чистый экспорт негативен для курса евро, т.к. делает его высокочувствительным от притока капитала в еврозону.
- ЕЦБ ускорил ужесточение монетарной политики – сократился спред доходностей облигаций Германии и США. Курс евро, оцениваемый дифференциалом 2-летних ставок Германии и США, составляет 1,18. Высокая вероятность, что чрезмерная переоцененность доллара не даст паре EURUSD упасть сильно ниже 1,0.

Корреляция EUR/USD и разницы ставок США и Германии



Сальдо торгового баланса еврозоны, млрд евро



КУРС РУБЛЯ

Ожидаем курс рубля в диапазоне 65-70 руб./долл. во 2-й половине 2023 г.

- Профицит внешней торговли товарами и услугами заметно снизился – с пиковых 30-35 млрд долл. в месяц в марте-апреле до 12,6 млрд долл. по итогам ноября. По нашим оценкам, это происходит за счет активного восстановления импорта и сокращения экспорта на фоне снижения цен на нефть и санкционных ограничений.
- Ослабление рубля резко ускорилось в конце года на фоне сокращения профицита текущего счета. Тем не менее, экспортеры могут нарастить продажу валюты при более высоких значениях курса. Считаем, что это будет удерживать рубль от быстрого ослабления.
- Мы ожидаем курса рубля в диапазоне 65-70 за доллар во 2-й половине 2023 г. Среднегодовой уровень пары USDRUB в 2023 г. прогнозируем вблизи 65.

Динамика валютных депозитов и наличной иностранной валюты, млрд долл.



По нашим оценкам*, российский импорт в долларах практически вернулся к докризисному уровню



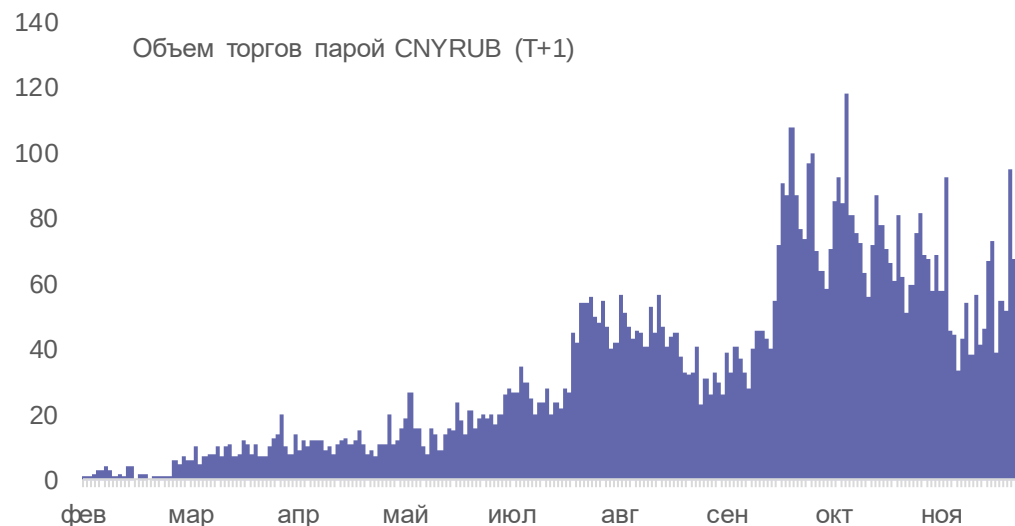
*на основе доходов федерального бюджета от импортных налогов

ЮАНЬ

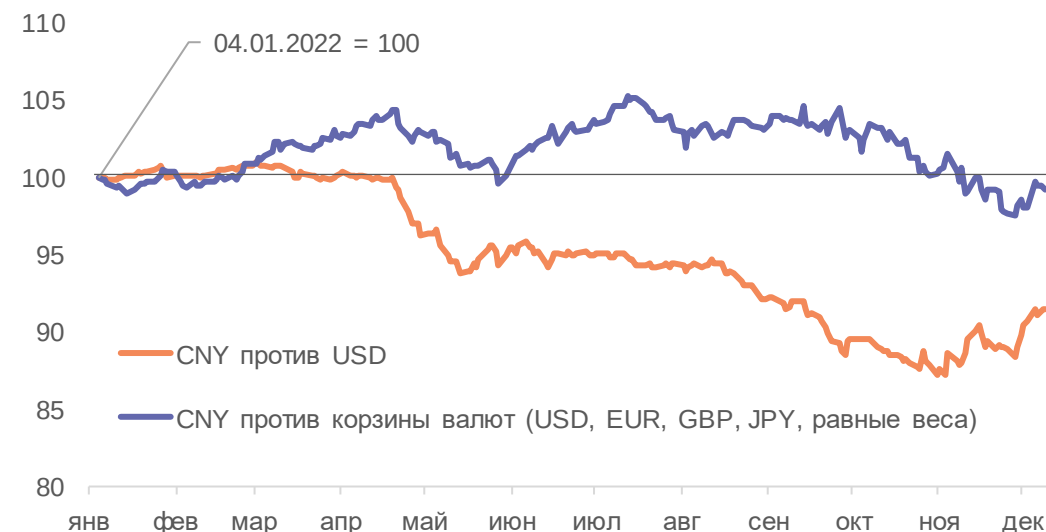
Нормализация экономической активности в Китае поддержит юань

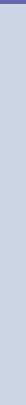
- Юань отошел от локальных минимумов на фоне роста «аппетитов» к рисковым активам и сигналов о смягчении антиковидных ограничений со стороны китайских властей. Мы ожидаем нормализации китайской экономики в следующем году – это поддержит китайские активы в целом и юань в частности.
- Народный банк КНР регулирует курс юаня и ориентируется на корзину резервных валют, а не только на доллар США – хотя в паре с долларом китайская валюта с начала 2022 г. потеряла около 8%, к корзине валют юань остался практически неизменным (-0,7%).
- При ожидаемом нами ослаблении рубля прогнозируем пару CNYRUB в диапазоне 9,4-9,9 на конец 2023 г.

Объем торгов юанем на российском биржевом рынке в 2022 г., млрд руб.



Динамика китайского юаня против доллара и корзины резервных валют





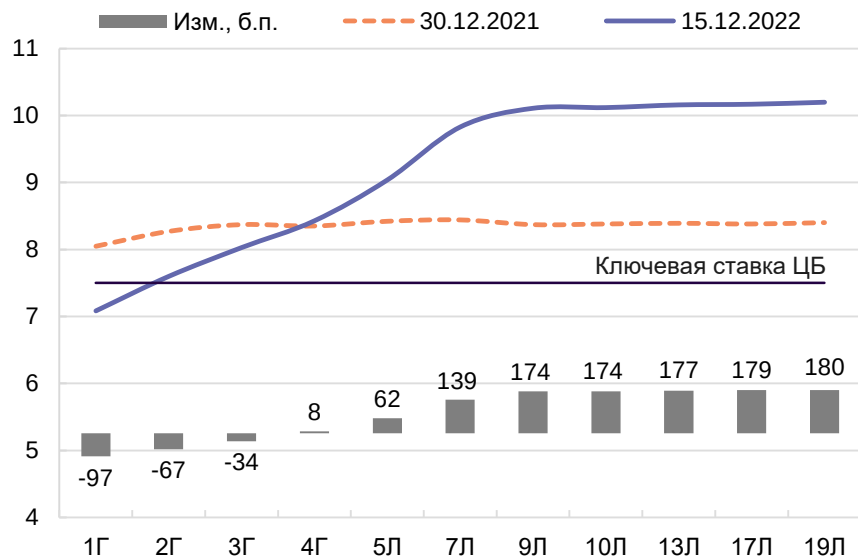
РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

ИЗМЕНЕНИЕ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ

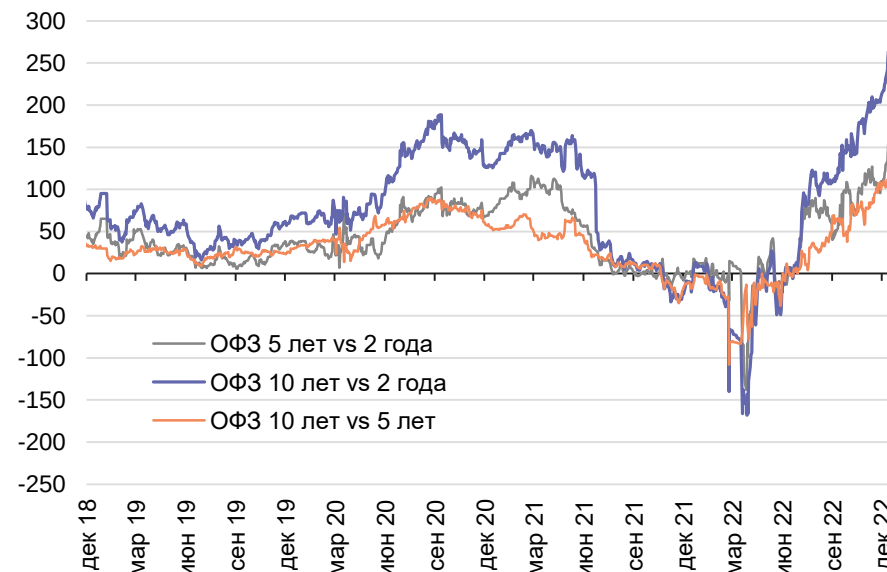
Рост доходности ОФЗ в 2022 г. на фоне усилившихся рисков

- В сентябре Банк России завершил цикл снижения ставки на уровне 7,5%. Минфин РФ запланировал значительный объем внутренних заимствований в 2023 г. (~2,5-3,5 трлн руб.). С февраля сохраняется повышенная геополитическая напряженность. В этих условиях значительно возросло давление на рынок ОФЗ.
- Доходности ОФЗ выросли в среднесрочных и долгосрочных выпусках (+60-180 б.п.), короткие госбумаги снизились следом за ключевой ставкой ЦБ. Наклон кривой значительно усилился – разница в доходности ОФЗ 10 лет и 2 года превысила 200 б.п. (исторически рекордные значения).
- Текущие доходности ОФЗ в средней и длинной части кривой закладывают возможное повышение ключевой ставки ЦБ на 50-100 б.п. до 8-8,5%, что создает определенный запас прочности в госбумагах при реализации данного сценария.
- Минфин РФ осенью возобновил аукционы, проявив гибкость в выборе инструментов, что поспособствовало стабилизации долговых рынков.

Динамика кривой доходности ОФЗ, %



Наклон кривой доходности ОФЗ, б.п.



ВНУТРЕННИЕ ЗАИМСТВОВАНИЯ В 2023 ГОДУ

Программа размещений ОФЗ масштабная, но Минфин РФ нашел подход для ее реализации

- Программа заимствований в 2023 г. довольно объёмная (~2,5-3,5 трлн руб.), но Минфин РФ нашел подход для реализации, опробовав его в 4 кв. 2022 г.
- В 4 кв. Минфина РФ задействовал всю линейку ОФЗ, но наиболее востребованными стали госбумаги с плавающими купонами (флоатеры) – пользуются высоким спросом у банков. В сентябре-декабре 2022 г. всего через ОФЗ привлечено 2,8 трлн руб. (на 15 декабря), из которых >80% пришлось на флоатеры.
- Минфин РФ в 2023 г., вероятно, основной объем займет через флоатеры (их доля ~37% на рынке) и будет консервативен по ОФЗ с фиксированными купонами. Навес новых ОФЗ преимущественно будет срочностью 10+ лет, учитывая график погашения гособлигаций до 2044 г.
- В 2023 г. погашается ОФЗ суммарно на 872 млрд руб.: в январе – 150 млрд руб. (ОФЗ 26211); в августе – 250 млрд руб. (ОФЗ 26215) и 150 млрд руб. (ОФЗ 52001), в октябре – 152 млрд руб. (ОФЗ 25084) и др.

Структура рынка гособлигаций (на 15 декабря 2022 г.), %

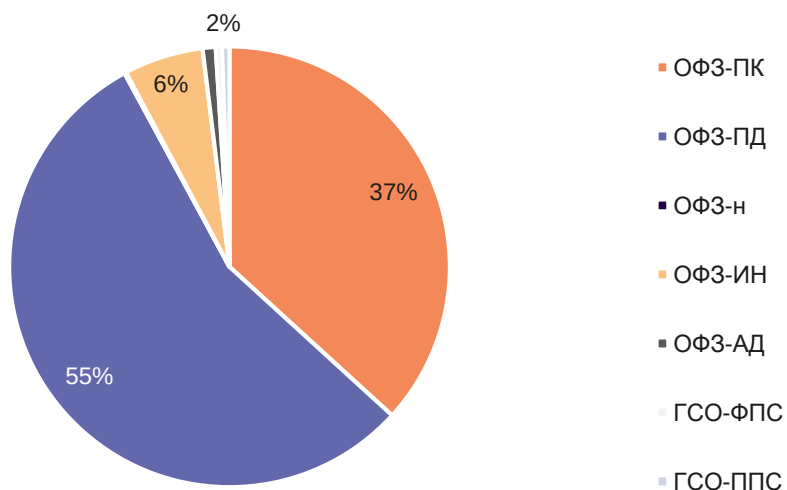
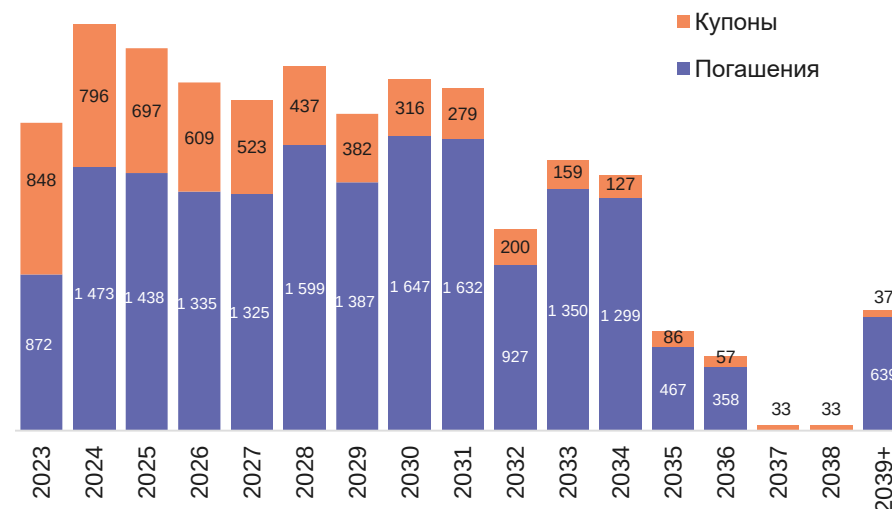


График погашения ОФЗ в 2023-2044 гг., млрд руб.

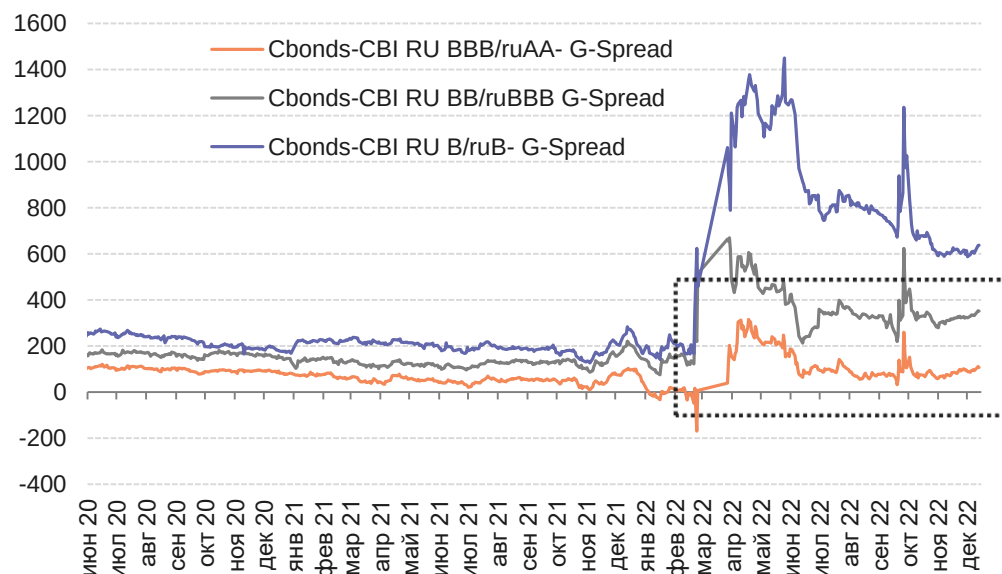


РУБЛЕВЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

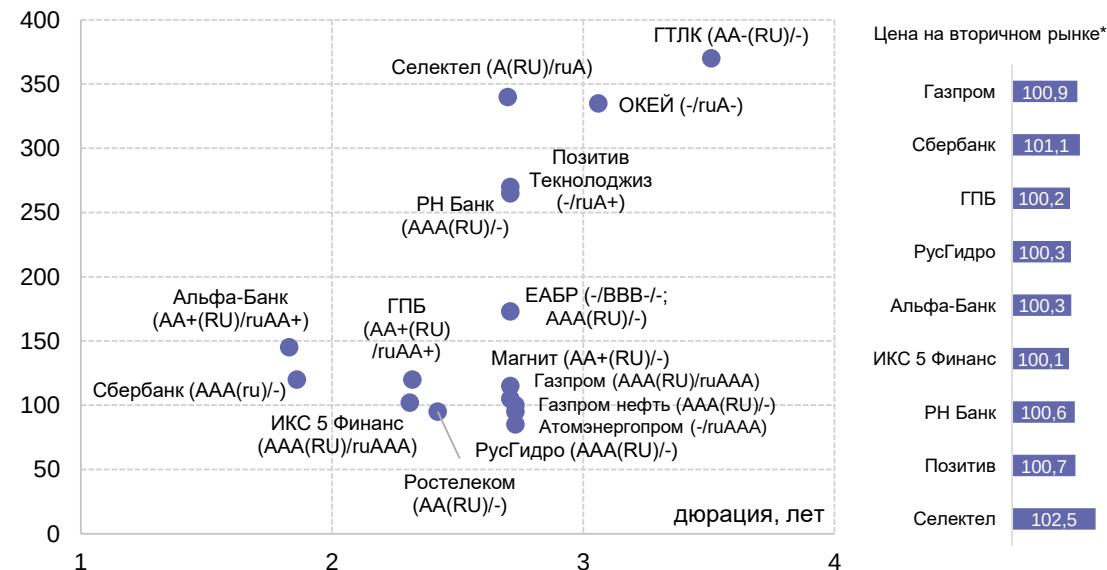
В 2022 г. возросли кредитные риски, в фокусе 1-й эшелон корпоративных облигаций

- В начале 2022 г. кредитные риск-премии корпоративных облигаций значительно расширились на фоне геополитических рисков и роста ставок. В течение года кредитные спреды качественных эмитентов сузились ближе к средним историческим, для эмитентов низкого качества остаются на повышенных уровнях.
- На рынке облигаций прослеживается четкая дифференциация эмитентов по кредитному риску. Риски рефинансирования для заемщиков с низкими рейтингами высокие – рейтинговые агентства ожидают рост дефолтов в 2023 г. в сегменте высокодоходных корпоративных облигаций (до 20-25 дефолтов (Эксперт РА)).
- В приоритете облигации 1-го эшелона с кредитной премией к ОФЗ выше среднего исторического уровня (90-100+ б.п. к ОФЗ) срочностью 2-4 года. Первичные размещения качественных облигаций проходят с премией к рынку – в первые дни торгов бумаги котируются по цене выше 100% от номинала (+20-250 б.п.).
- За счет размещения облигаций 1-го эшелона рынок корпоративных облигаций вырос за 11 мес. 2022 г. на 1,1 трлн руб. до 18,7 трлн руб. (2/3 рынка 1-й эшелон).

Спреды корпоративных облигаций к ОФЗ, б.п.



Премия корп. облигаций к ОФЗ при размещении, б.п.



*облигации, размещённые ноябре-декабре; дата котировок – 15.12.2022 г.

ОЦЕНКА ОФЗ И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Предпочтительней среднесрочные ОФЗ и корпоративные облигации 1-го эшелона

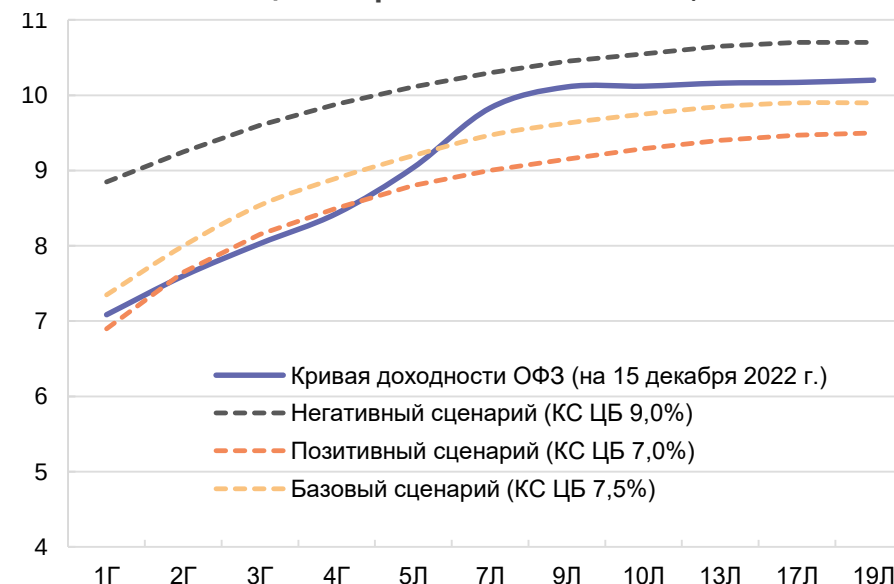
- В базовом сценарии ждем сохранения ключевой ставки ЦБ на уровне 7,5% при инфляции ~6% (на конец года). Минфин РФ в 2023 г. на аукционах, вероятно, будет использовать ОФЗ с плавающими купонами для основного объема заимствований (план на 2023 г. – 2,5-3,5 трлн руб.). Навес новых ОФЗ будет на сроке 10+ лет.
- На участке кривой ОФЗ 6-7 лет образовался чрезмерно крутой наклон – перепад доходности 130-140 б.п. (премия за 1 год срочности – 50-60 б.п.). Ждем снижения доходностей ОФЗ (нормализации наклона) на сроке 5-7 лет. Эти госбумаги будут под меньшим давлением первичных размещений Минфина РФ.
- Корпоративные облигации 1-го эшелона с низким кредитным риском и с премией к ОФЗ выше среднего исторического значения хорошо подходят для повышения уровня доходности и управления дюрацией портфеля.
- Можно активно использовать первичные размещения качественных заемщиков с премией в доходности ко вторичному рынку (9,3-9,7% годовых на сроке 2-4 года). Ждем новых размещений крупных эмитентов на внутреннем рынке, поскольку рынок евробондов не доступен для заимствований.

В базовом сценарии в 2023 г. мы оцениваем полную ожидаемую доходность облигаций на уровне ~9,2-10,7% годовых, в зависимости от сегмента:

- Ликвидные ОФЗ (6-7) лет – ~9,5-10,7% годовых.
- Корпоративные облигации 1-го эшелона (2-4 года) – ~9,2-10,0% годовых

Сценарий	Инфляция	Ключевая ставка Банка России	ОФЗ	Корпоративные облигации (1-й эшелон)
Негативный	8,5%	9,0%	5,9-7,1%	5,6-7,0%
Базовый	5,5%	7,5%	9,5-10,7%	9,2-10,0%
Позитивный	4,5%	7,0%	11,2-12,5%	9,9-10,7%

Оценка кривой ОФЗ в 2023 г., %

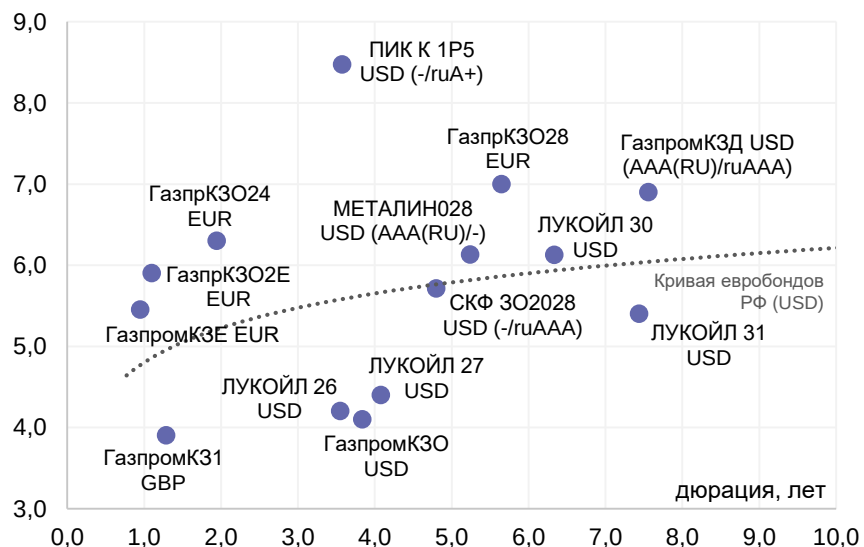


«ЗАМЕЩАЮЩИЕ» ОБЛИГАЦИИ В ВАЛЮТЕ

Зарождение рынка «замещающих» облигаций в валюте взамен евробондов

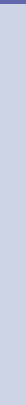
- В сентябре-декабре активное развитие получил рынок «замещающих» облигаций. С размещениями «замещающих» облигаций в обмен на евробонды вышли: Газпром, Лукойл, Металлоинвест, Совкомфлот, ММК, Борец. Обмен евробондов на биржевые облигации провели ПИК и Совкомбанк.
- Рынок «замещающих» облигаций превысил 6,5 млрд в долл. эквиваленте (на 15 декабря) – в перспективе года может вырасти в 2-2,5 раза. Для сравнения весь рынок российских корпоративных еврооблигаций – 79 млрд в долл. эквиваленте (на 30.11.2022 г.).
- Газпром – движущая сила на рынке «замещающих» облигаций – компания разместила 8 выпусков, представленных в USD, EUR и GBP. Суммарно их объем ~2,8-2,9 млрд в долл. эквиваленте или ~46% текущего рынка. В процессе размещения еще 2 серии в долларах – Газпром капитал 3031-1-Д и 3029-1-Д.
- На вторичном рынке «замещающие» облигации предлагают интересные доходности (~5-8% годовых), что выше околонулевых банковских депозитов и доходностей недавно появившихся локальных облигаций в юанях (~3-4% годовых).

Доходности «замещающих» облигаций, %



Почему интересны «замещающие» облигации:

- ✓ валютная экспозиция для страховки от ослабления рубля
- ✓ обращаются и обслуживаются внутри страны без рисков блокировок
- ✓ платежи в рублях по курсу ЦБ РФ
- ✓ низкий номинал облигаций, доступный для широкого круга инвесторов
- ✓ привлекательный уровень доходностей



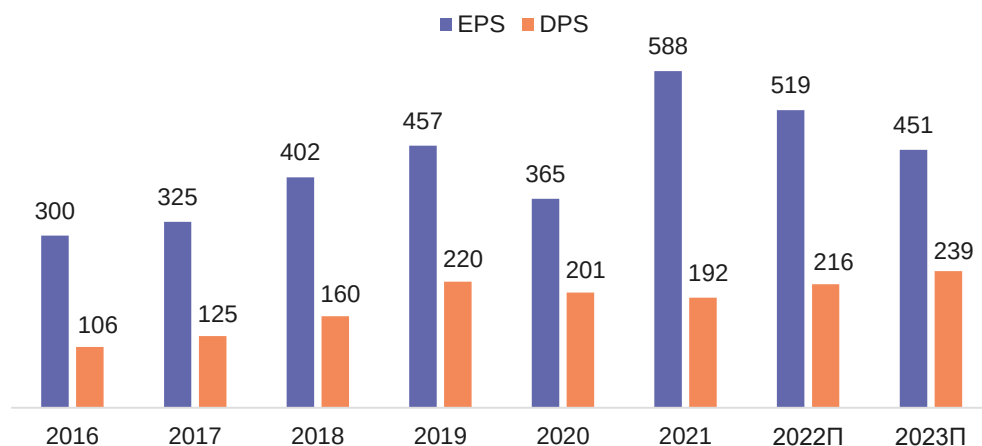
РОССИЙСКИЕ АКЦИИ

РОССИЙСКИЕ АКЦИИ

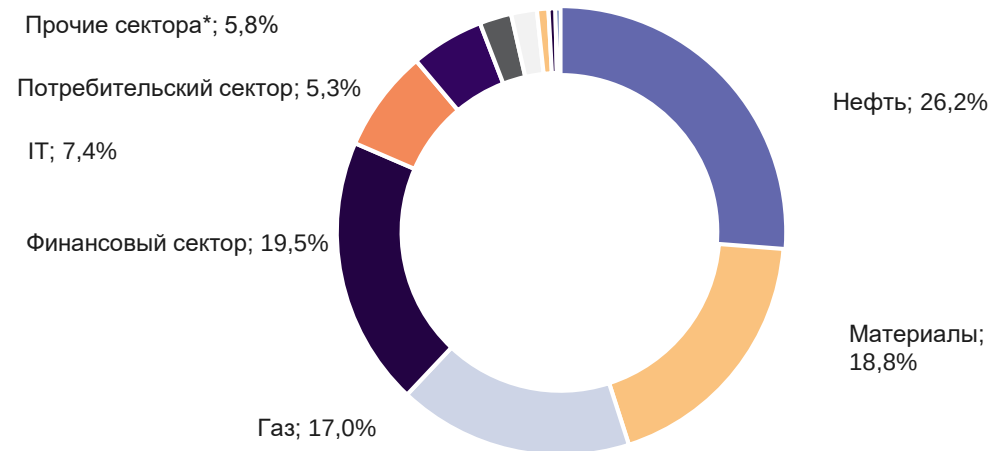
Потенциальная совокупная доходность рынка акций РФ на горизонте 12 мес. составляет 18,9%
(из них дивидендная доходность – 7,9%)

- По нашим оценкам, совокупная доходность рынка российских акций в 2023 г. составит 18,9%: прогноз по индексу Мосбиржи – 2 361 (11% потенциальная доходность), ожидаемая дивидендная доходность на горизонте 12 мес. – 7,9%*. Прогноз базируется на цене нефти марки Urals 70 долл./барр. в 2023 г.; USD/RUB – 65,3 в 2023 г.
- С учетом данных оценок потенциальной доходности мы предпочитаем **ДЕРЖАТЬ (=)** российские акции ввиду геополитических рисков, ограниченного раскрытия информации эмитентами и рисков замедления мировой экономики. Ожидаем, что волатильность на рынке акций в 2023 г. снизится относительно 2022 г.
- Дивидендные выплаты остаются одним из важных источников притока средств на российский рынок. Высока вероятность, что часть банков и компаний сектора металлургии вернется к выплате дивидендов. Это приведет к росту коэффициента дивидендных выплат Индекса Мосбиржи с 41,6% до 53% в 2023 г.
- Ослабление рубля поддержит финансовые показатели экспортеров, чья доля в Индексе Мосбиржи составляет около 65%. В базовом сценарии ожидаем среднегодовой уровень курса вблизи 65 руб./долл. В негативном сценарии не исключаем резкое ослабление вплоть до 78 руб./долл.

Динамика DPS и EPS индекса МосБиржи



EPS индекса МосБиржи по отраслям



РОССИЙСКИЕ АКЦИИ: ОЦЕНКА

Потенциал доходности рынка акций исходя из целевого мультипликатора P/E ниже исторического уровня

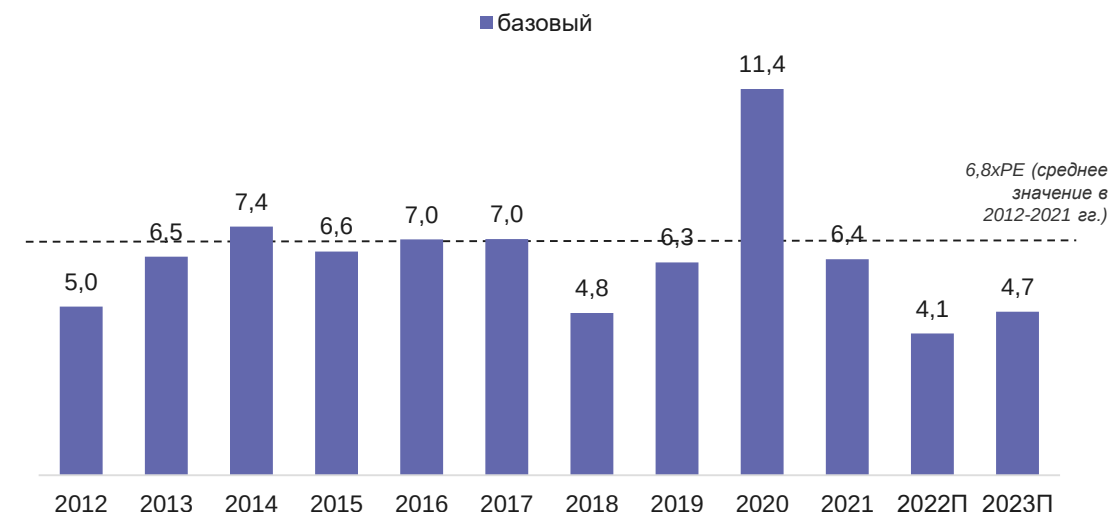
Мы оцениваем потенциал доходности рынка акций исходя из целевого мультипликатора P/E в трех сценариях. Во всех сценариях показатель P/E ниже исторического уровня 6,8х PE (среднее значение за 2012-2021 гг.)

- Совокупная доходность в базовом сценарии (50% вероятность) – 18,9%
- Совокупная доходность в негативном сценарии (35% вероятность) – *минус* 13,2%
- Совокупная доходность в позитивном сценарии (15% вероятность) – 58,1%

Оценка Индекса Мосбиржи в 2023 г.

Сценарий	Текущие значения	Целевое значение индекса Мосбиржи в 2023 г.		
		Негативный	Базовый	Позитивный
Вероятность, %		35%	50%	15%
Доходность ОФЗ, %	10,0%	10,5%	9,8%	9,1%
Стоимость долга, %	11,0%	11,5%	10,8%	10,1%
Премия за риск инвестирования в акции, %	13,4%	13,4%	8,3%	6,8%
Стоимость акционерного капитала, %	24,4%	24,9%	19,1%	16,9%
P/E	4,1	4,0	5,2	5,9
EPS	520	419	451	536
МОЕХ	2 127	1 678	2 361	3 178
Доходность, %		-21,1%	11,0%	49,4%
Дивидендная доходность на горизонте 12 месяцев, %		7,9%	7,9%	8,7%
Совокупная доходность, %		-13,2%	18,9%	58,1%

Мультипликатор P/E индекса Мосбиржи

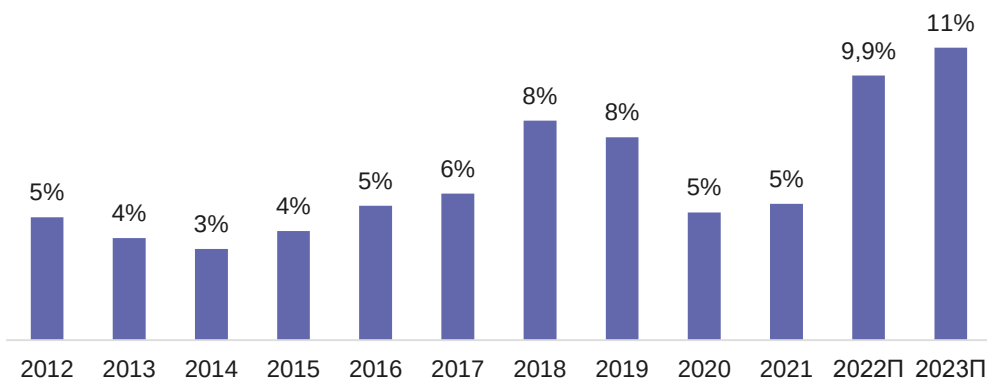


ДИВИДЕНДЫ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Ожидаемая дивидендная доходность – около 8% на горизонте 12 месяцев

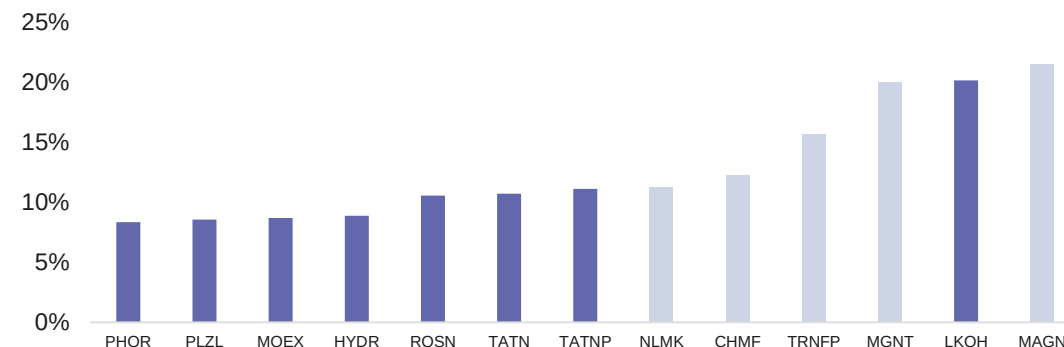
- Дивидендная доходность на горизонте 12 мес. ~7,9%. В 2023 г. дивидендная доходность может вырасти до 11% при коэффициенте дивидендных выплат 53% и цене на нефть марки Urals на уровне 70 долл./барр. Это выше средней максимальной ставки по вкладам в топ-10 российских банках 7,3% в ноябре 2022 г.
- Мы отмечаем позитивный фактор для российского рынка в виде подтверждения дивидендных политик в 2022 г. Государственные компании, в основном нефтегазовый сектор и сектор электроэнергетики, продолжают платить дивиденды в размере 50% от чистой прибыли по МСФО. Мы ожидаем, что в 2023 г. к дивидендным выплатам могут вернуться банки (Сбербанк 5-15% за 2022-2023 гг.) и возможно, компании металлургического сектора при улучшении ситуации со спросом на продукцию.
- Коэффициент дивидендных выплат может вырасти с 41,6% до 53% по итогам 2023 г. по мере возобновления дивидендных выплат. Тем не менее, высокая неопределенность по решениям и коэффициенту выплат сохраняется.
- Технические ограничения оказывают влияние на выплаты, но есть улучшения: 1) конвертация депозитарных расписок позволяет большему количеству инвесторов получить дивиденды; 2) большинство иностранных компаний, которые ведут деятельность в России, не имеют возможности выплачивать дивиденды. Единственное исключение – Мат и Дитя. Считаем, что возобновление выплат стоит ждать только в течение 2023 г. (РусАгро, Глобалтранс, EMC).

Дивидендная доходность Индекса Мосбиржи, %



Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитика
* Расчеты на 15.12.2022 г.

Дивидендная доходность российских акций на горизонте 12 мес., %



вероятность выплаты - 50%

НЕФТЬ

Эмбарго со стороны ЕС и введение ценового потолка для российской нефти – новые вызовы для отрасли. Сохраняем нейтральный взгляд на сектор, выделяя акции Лукойла

Тренды в секторе:

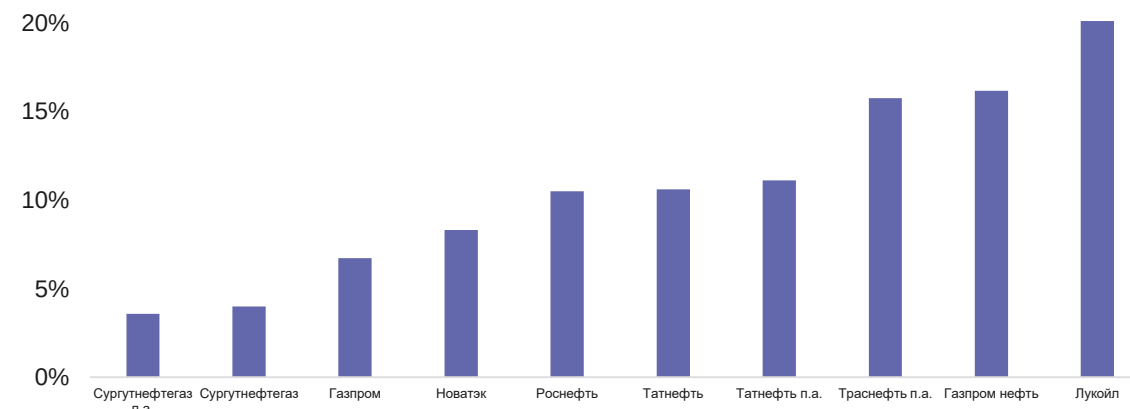
- Ограничения для экспорта российской нефти (потолок цен на нефть в 60 долл./барр. и эмбарго на морскую транспортировку российскую нефти со стороны ЕС) могут привести к снижению добычи на 5-10% г/г в 2023 г. Тем не менее, в базовом сценарии, мы ожидаем, что компании смогут перенаправить экспортные объемы при отсутствии жестких вторичных санкций и наличия достаточных инфраструктурных мощностей, ведь большая часть работы была сделана в 2022 г.
- Ожидаем нормализацию спреда Urals к Brent во 2-й пол. 2023 г. (22 долл./барр. – среднее значение в 2022 г.) после расширения спреда на фоне роста стоимости фрахта в 4 кв. 2022 г.
- Последствия эмбарго на нефтепродукты со стороны ЕС, вводимое в феврале 2023 г.: 1) снижение производства нефтепродуктов в случае проблем с реализацией; 2) увеличение дисконта реализации, который был ниже, чем дисконт Urals к Brent в 2022 г.
- Ожидаем, что дивидендные выплаты сохранятся при реализации умеренного влияния эмбарго (базовый сценарий). Дивидендная доходность сектора снизится с 14% в 2022 г. до 12% при цене на нефть 70 долл./барр. в 2023 г. (базовый сценарий).
- В 2022 г. несколько компаний (Газпром, Роснефть, Татнефть) раскрыли результаты по МСФО. Мы ожидаем улучшение раскрытия финансовой информации на горизонте 12 мес.

Риски: изменение налоговой нагрузки при высоких ценах на экспортируемые продукты; снижение цен на нефть в условиях глобальной рецессии

Лукойл

- Драйверы:** выплата дивидендов по итогам 2022 г., монетизация НПЗ в Европе
- Мультипликаторы:** 2,9x 2023П EV/EBITDA против 3,3x за 2018-2022 гг., 20% ожидаемая дивидендная доходность на горизонте 12 мес.* (при сохранении выплаты 100% скорр. свободного денежного потока)
- Риски:** изменение налоговой нагрузки, повышение налоговой нагрузки, снижение цен на нефть

Дивидендная доходность нефтегазового сектора на горизонте 12 мес.



Сохраняем нейтральный взгляд на сектор производителей газа

Тренды в секторе:

- Сохранение высоких цен на газ из-за дефицита на мировом рынке газа в 2023-2024 гг.
- Возможное введение потолка цен на газ со стороны ЕС – дополнительный фактор нарушения рыночных механизмов
- Открытый вопрос монетизации запасов газа у Газпрома – экспорт в ЕС не восстанавливается в базовом сценарии, абсолютные объемы экспорта в Китай пока не значительны; риск высоких инвестиций (2,3 трлн руб. в 2023 г.)
- Конкуренция на внутреннем рынке газа увеличивается на фоне ограниченного экспорта и увеличения производства компаниями

Новатэк

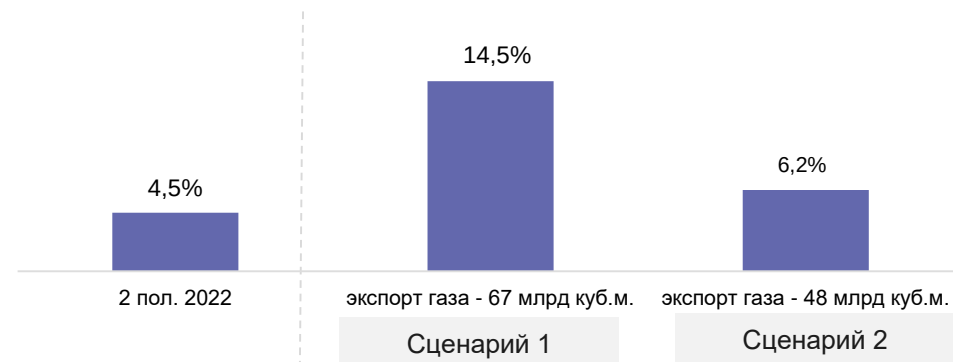
- **Драйверы:** решение по Обскому СПГ (1-я пол. 2022 г.), запуск проекта Арктик СПГ-2 (декабрь 2023 г., долгосрочно увеличение спотовых объемов СПГ)
- **Мультипликаторы:** 7,3x 2022 PE, 8,3% ожидаемая дивидендная доходность 2022 г.*
- **Риски:** сложности с заменой технологий, повышение налоговой нагрузки, снижение цен на СПГ

Риски: изменение налоговой нагрузки при высоких ценах на экспортируемые продукты (возможно, в оптимистичном макросценарии); снижение цен на нефть

Газпром – в ожидании нового цикла инвестиционных затрат

- **Экспорт в дальнее зарубежье зависит от новых инвестиций:**
 - ✓ доля рынка сбыта в ЕС существенно снижается в базовом сценарии (48 ~ 67 млрд куб. м. в 2023 г. по сравнению с 90 млрд куб. м. в 2022 г.)
 - ✓ рынок сбыта в Турции не выглядит защищенным на фоне запуска газовых месторождений, запуска АЭС; для создания газового хаба в Турции требуются инвестиции не только со стороны России, но и ЕС.
 - ✓ рынок Китая выглядит перспективным, но требуются существенные инвестиции в течение 5-7 лет. (выход на 100 млрд куб. м. в 2030 г. (27% CAGR за 2022-2030 гг.), 64% от уровня поставок в ЕС в 2021 г. ; размер инвестиций не известен (~1 трлн руб. – Сила Сибири))
- **Дивиденды** - низкий уровень прогнозируемости ввиду неопределенности относительно экспорта и увеличения налоговой нагрузки в 2023-2025 гг.
- **Мультипликаторы:** 3,4x 2023PE, 4,5% ожидаемая дивидендная доходность на горизонте 12 мес.*
- **Риски:** снижение дивидендных выплат, увеличение налоговой нагрузки

Дивидендная Доходность акций Газпрома за 2П2022-2023 гг.



ЧЁРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ

Ключевым вопросом является горизонт возвращения к выплате дивидендов

Экспорт

- Введенные в 2022 г. санкции ограничили возможность экспорта стали. Под блокирующие санкции США (SDN лист) попали Северсталь и ММК. ЕС ввел запрет на импорт стали из России, оставив возможность НЛМК экспортировать стальные полуфабрикаты до октября 2024 г. Основное оставшееся экспортное направление – Азия и Ближний Восток.
- ЕС запретил импорт угля из России, однако российские публичные угольные компании в основном ориентированы на внутренний рынок и экспорт в Азию.

Внутренний рынок

- Текущая премия в ценах на сталь на внутреннем рынке (~220 долл./т, выше среднеисторической ~40 долл./т) поддерживает более высокую маржинальность компаний, ориентированных на внутренний рынок. Программы субсидируемой ипотеки поддерживают спрос со стороны строительного сектора (77% спроса за 9 мес. 2022 г., с учетом инфраструктуры).
- Цены на уголь на российском рынке находятся под давлением из-за ограниченной пропускной способности ж/д с запада на восток, что уменьшает возможности экспорта.

Логистика

- Географическая структура продаж ММК и НЛМК претерпела меньше изменений. ММК сохраняет ориентацию на внутренний рынок, НЛМК до октября 2024 г. может поставлять полуфабрикаты в ЕС. У Северстали же основным экспортным рынком был ЕС (34% в 2021 г.)
- В отличие от Распадской, основной экспортный актив Мечела (Якутуголь – 42% производства в 2021 г.) расположен восточнее узких мест в ж/д.

Корпоративное управление

- Отчетность: компании продолжили публиковать только операционные результаты. Ожидаем частичное восстановление уровня раскрытия финансовых результатов в 2023 г.
- Дивиденды: рекомендация СД НЛМК о выплате дивидендов за 9 мес. 2022 г. является позитивным сигналом. В базовом сценарии ожидаем возобновление дивидендных выплат всеми сталелитейными компаниями по итогам отчетных периодов в 2023 г. Не ожидаем дивидендных выплат от угольных компаний: у Мечела недостаточно СЧА по РСБУ, а основной акционер Распадской (Evraz) зарегистрирован в иностранной юрисдикции.

Сталь: ММК и НЛМК

- Среди сталелитейных компаний предпочитаем ММК как наиболее недооцененную и ориентированную на внутренний рынок (82% продаж за 10 мес. 2022 г.).
- НЛМК считаем привлекательным в случае ослабления рубля и роста спроса на металл на глобальном рынке (экспорт – 57% продаж за 10 мес. 2022 г.)

Риски: снижение цен на металлы, слабый внутренний спрос на сталь, увеличение налоговой нагрузки, укрепление рубля, санкционные и операционные риски.

Уголь: Мечел против Распадской

- Активы Мечела лучше спозиционированы к экспорту. Высокие цены на коксующийся уголь на глобальном рынке (сейчас на ~50% выше среднециклических) среднесрочно позволят снизить долговую нагрузку (по итогам 2021 г. Чистый долг – 3,7 млрд долл.).

Риски: снижение цен на уголь, ограничения на ж/д, увеличение налоговой нагрузки, укрепление рубля, санкционные риски.

Ключевые показатели

	Дивидендность, следующие 12 мес.	EV/EBITDA 23 при текущих ценах и курсе (спот)	Медианное значение спот EV/EBITDA 2021-22	Доля экспорта в 2021 г.
НЛМК	11%	3,1	3,2	59%
Северсталь	9%	4,0	3,5	47%
ММК	24%	1,8	1,6	26%
Распадская	0%	0,2	1,5	43%
Мечел	0%	3,6	2,2	46%

БАЗОВЫЕ И ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ

Предпочитаем производителей алюминия и золота

Металлы

- Нормализация экономики Китая в результате отмены антиковидных ограничений и стимулирующих мер поддержит спрос на металлы: доля Китая в спросе на алюминий 58%, никель – 55%, палладий – 26%, золото – 30%, ювелирные украшения – 11%.
- Алюминий** – по мере восстановления спроса в Китае возможен рост цены как минимум до уровня издержек предельных производителей (3000+ долл., китайские производители, использующие уголь для генерации электроэнергии);
- Никель** – несмотря на ожидаемый профицит предложения возможен рост цены на высококачественный никель: на бирже торгуется никель «класса 1», используемый в электромобилях;
- МПП** – благодаря снижению производства дефицит в палладии сохраняется несмотря на слабый спрос со стороны автомобильного сектора;
- Золото** – формирование ожиданий по пиковой ставке ФРС и смягчение монетарной политики к концу 2023 г. поддержит цены на золото;
- Алмазы** – есть риск замедления спроса на украшения, но структурный дефицит алмазов сохраняется.

Логистика

- Золото, МПП и алмазы – легче всего транспортировать из-за небольшого веса.
- Базовые металлы – сложнее переориентировать экспорт. Однако значительная доля российских компаний в структуре импорта западных потребителей снижает их возможность переключиться на других поставщиков.

Корпоративное управление

- Компании продолжили публиковать отчетность, немного снизив уровень раскрытия (кроме АЛРОСы).
- Дивиденды: в базовом сценарии ожидаем дивиденды за 2022 г. со стороны **Полюса**, видим больше неопределенности для других компаний, но по результатам отчетных периодов в 2023 г. считаем, что могут возобновить выплаты и другие ранее платившие дивиденды компании:
- АЛРОСА** – есть риск для дивидендов в случае увеличения НДПИ
- Норникель** – неопределенность в отношении дивидендов из-за окончания акционерного соглашения
- Русал** – впервые с 2017 г. заплатили дивиденды по итогам 1 пол. 2022 г., но нет уверенности в постоянстве
- Polymetal** – акционеры в НРД сейчас не смогут получать дивиденды

Золото: Полюс

- В условиях роста расходов в секторе предпочитаем акции производителя с наименьшими издержками – АИСК Полюса в 1 пол. 2022 г. составили 825 долл./унц. против ~1900 долл./унц. у предельных производителей.
- Даже при текущих ценах на золото и курсе рубля акции Полюса торгуются по мультипликатору EV/EBITDA 23 = 5,8х, что на 25% ниже исторического уровня.

Риски: более жесткая политика ФРС, снижение цены золота, укрепление рубля, санкционные и операционные риски, увеличение налоговой нагрузки.

Базовые металлы: Русал

- Бенефициар роста цен на алюминий в случае роста спроса на металл в Китае и мире.
- Акции стоят дорого при текущем курсе и ценах (EV/EBITDA 23 = 6,7х, на 67% выше исторического уровня), однако компания наиболее чувствительна к росту цен и ослаблению рубля: EBITDA растёт на 50% при падении рубля на 10% и на 70% при росте цен на алюминий на 10%.

Риски: снижение цен на алюминий, укрепление рубля, санкции, рост капитальных затрат, налоги.

Ключевые показатели

	Дивидендность, следующие 12 мес.	EV/EBITDA 23 при текущих ценах и курсе (спот)	Медианное значение спот EV/EBITDA 2021-22	Доля экспорта в 2021 г.
АЛРОСА	7%	4,2	5,0	88%
Норникель	0%	5,1	5,4	96%
Русал	0%	6,7	2,5	72%
Полюс	9%	5,8	8,0	2%
Polymetal	0%	3,8	6,0	56%

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

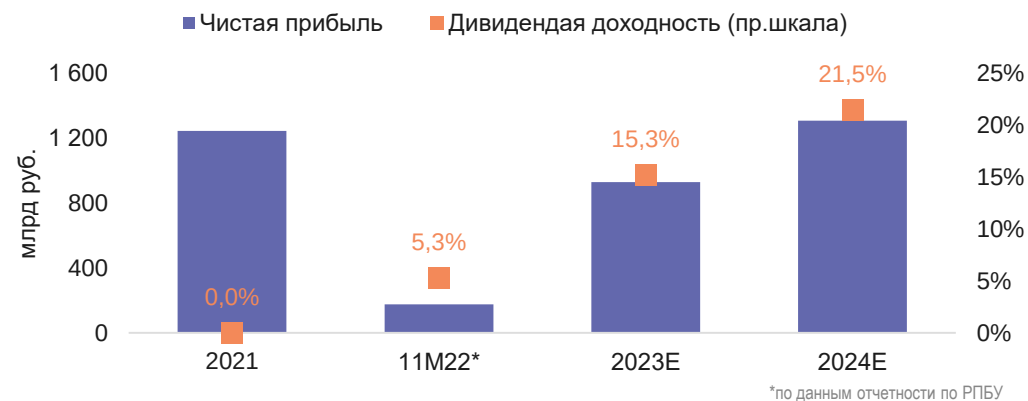
Улучшение макроэкономических условий, публикация отчетности и потенциальный возврат к дивидендным выплатам поддержат интерес инвесторов к банковскому сектору в 2023 г.



Тренды в секторе:

- **Возврат к публикации отчетности с 1 января 2023 г.** ЦБ объявил о возврате банков к обязательному раскрытию отчетности в ограниченном формате. Регулярные публикации могут стать дополнительным катализатором для акций сектора.
- **Сектор вышел на прибыль уже в 3 кв. 2022 г.** Банковский сектор заработал 1,1 трлн руб. с июля по ноябрь 2022 г., сократив убыток с начала года до 0,4 трлн руб. Ожидаем, что прибыль сектора вернется к росту в 2023 г. благодаря нормализации объемов резервирования, росту чистого процентного дохода.
- **Выход из регуляторных послаблений.** ЦБ отмечает умеренный эффект на капитал от послаблений и частично их отменяет. Отмена фиксации валютного курса и стоимости ценных бумаг не окажет существенного влияния на достаточность капитала сектора. При этом продлеваются послабления в части формирования резервов.
- **Временная отмена надбавок к достаточности капитала.** Банки могут обнулить надбавки к достаточности капитала (2,5% для универсальных и 3,5% для системно-значимых банков), что поддержит потенциал кредитования. При обнулении надбавок банки смогут распределять не более 50% чистой прибыли в качестве дивидендов.

Прогноз чистой прибыли и оценка дивидендной доходности Сбербанка



Сбербанк

- **Раскрытие отчетности:** банк вернулся на докризисные показатели по РСБУ в октябре-ноябре по стоимости риска (0,7-0,8%) и чистой прибыли (123-125 млрд руб.)
- **Дивиденды:** Сбербанк не использует регуляторные послабления, поэтому может вернуться к выплате дивидендов по итогам 2022 г. (дивидендная доходность 5,3-15,3% за 2022-2023 гг.*)
- **Мультипликаторы:** 0,42x, 2023E P/B, 3,1x 2023E P/E
- **Риски:** ухудшение макроэкономической ситуации, потенциальный возврат субординированного кредита Минфину (150 млрд руб.) может ограничить дивидендный потенциал

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

В 2023 г. ключевое влияние на динамику сектора окажут замедление инфляции, осторожные настроения потребителей и дальнейшая консолидация рынка

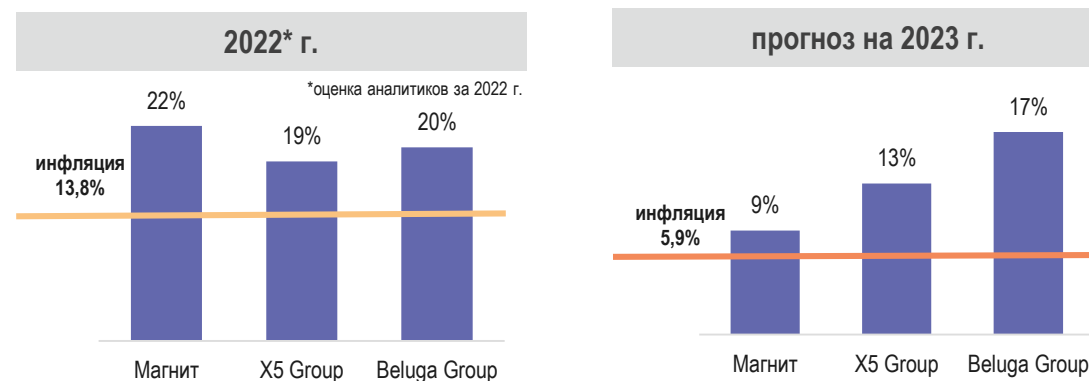
Тренды в секторе:

- Снижение покупательской способности
- Сохранение повышенных уровней промо-продаж
- Замедление органических открытий новых магазинов
- Рост востребованности формата дискаунтеров

Продуктовый ритейл – нейтральный взгляд:

- Замедление темпов роста выручки в 2023 г. на фоне замедления инфляции и высокой базы текущего года – до 10-12% г/г (с 19-22% г/г в 2022 г.)
- Повышенная доля промо-продаж может оказать негативный эффект на рентабельность
- Отсутствие дивидендных выплат ограничивает потенциальные катализаторы
- **Мультипликаторы за 2023 г.:** Магнит: 3,4x EV/EBITDA, 6,0x P/E, X5 Group: 2,8x EV/EBITDA, 6,1x P/E
- **Риски:** резкое снижение располагаемых доходов населения, снижение прибыльности из-за инвестиций в цены, усиление ограничений торговых наценок

Динамика выручки компаний сектора относительно инфляции



Beluga Group – экспозиция на импортозамещение:

- вертикально интегрированный производитель спиртных напитков
- собственный розничный канал продаж «ВинЛаб» (1250+ магазинов, рост выручки +55% г/г за 9 мес. 2022 г.)
- бенефициар ухода иностранных алкогольных брендов
- стабильная дивидендная политика (не менее 50% от чистой прибыли по МСФО)
- **Мультипликаторы:** 2,9x 2023E EV/EBITDA, 5,0x 2023E P/E, 10% дивидендная доходность в 2023 г.*
- **Риски:** усиление конкуренции с российскими производителями, снижение располагаемых доходов населения, логистические сложности

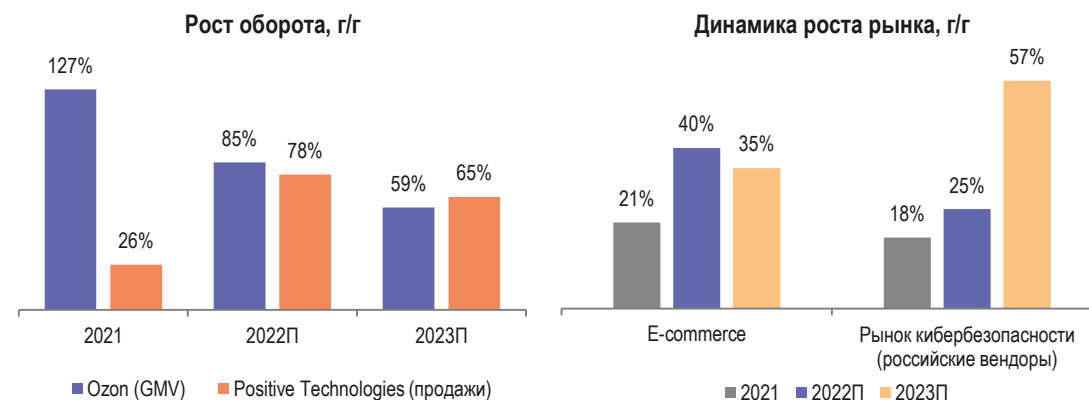
СЕКТОР МЕДИА И ТЕХНОЛОГИЙ

Компании сектора устойчивы, сохраняют высокие темпы роста и фокус на эффективности бизнеса. Ожидаем продолжение тренда в 2023 г.

Общие тренды в секторе:

- **Рынок рекламы постепенно восстанавливается.** Состояние рынка рекламы оказалось лучше изначальных ожиданий. Эксперты улучшили прогнозы на 2022 г. с «-30-40%» г/г до «-15-20%» г/г и ожидают постепенное восстановление рынка в 2023 г. в среднем на +10% г/г благодаря поддержке МСП, ребрендингу крупных игроков и новым рекламодателям из Китая и Турции. Главные бенефициары – Яндекс и VK, существенно нарастившие свои рыночные доли на рынке интернет рекламы.
- **E-commerce продолжит уверенный рост.** Несмотря на замедление роста ввиду снижения доходов населения, e-commerce продолжает расти хорошими темпами и в 2023 г. может вырасти еще на 35% г/г благодаря региональному расширению, возможности сравнения цен и росту потоков товаров из Китая, Турции и ближнего зарубежья. На этом фоне выигрывают мультикатегорийные маркетплейсы с широкой базой пользователей и большим ассортиментом (Ozon, Яндекс.Маркет).
- **Спрос на локальные IT решения усиливается.** Спрос на российские решения в сфере информационной безопасности (ИБ) растет на фоне высокого уровня кибератак, замещения иностранных продуктов и благоприятной регуляторной среды. В 2023-2024 гг. рост рынка для российских вендоров может составить 57%/34% г/г, соответственно.
- **Нейтральный взгляд на телеком сектор** в условиях ограниченных темпов роста основного бизнеса и приостановки поставок нового оборудования.
- **Риски:** инфраструктурные, снижение рекламного рынка, низкий спрос на продукты ИБ, снижение доходов населения, отток сотрудников, высокие операционные и капзатраты.

Высокие темпы роста сохранятся в 2023 г.



Ozon и Positive Technologies – ставка на быстрый рост

- **Ozon** – один из крупнейших мультикатегорийных маркетплейсов продолжает фокусироваться на эффективности бизнеса, удерживая положительную EBITDA при сохранении высоких темпов роста. Компания расширяет региональное присутствие и партнерства с Турцией и Китаем, что позволит увеличивать ассортимент товаров и поддерживать высокий рост оборота в дальнейшем. Мультипликаторы: 0,25x EV/GMV 2023.
- **Positive Technologies** – ведущий российский разработчик продуктов в сфере информационной безопасности. Замещение зарубежных провайдеров, запуск новых продуктов, увеличение перекрестных продаж и выход в новые страны поддержат планы по удвоению продаж ежегодно. Мультипликаторы: 8,0x EV/EBITDA 2023, дисконт более 60% к иностранным аналогам.

НЕДВИЖИМОСТЬ

Сохраняем нейтральный взгляд на сектор недвижимости

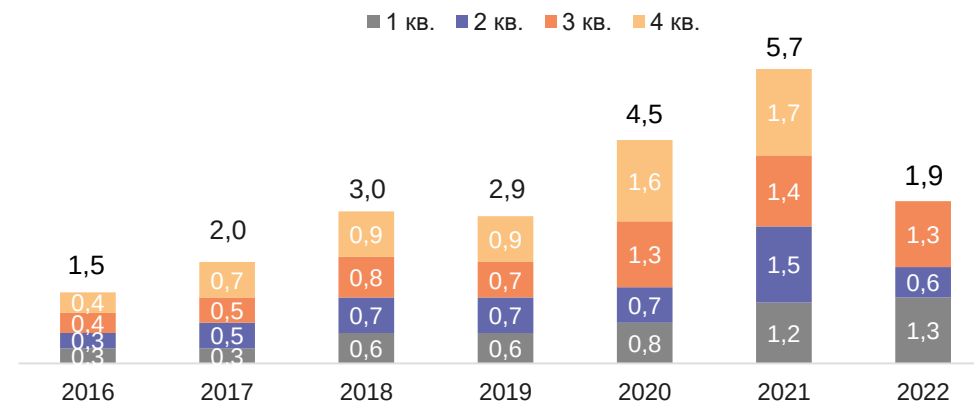


Тренды рынка недвижимости:

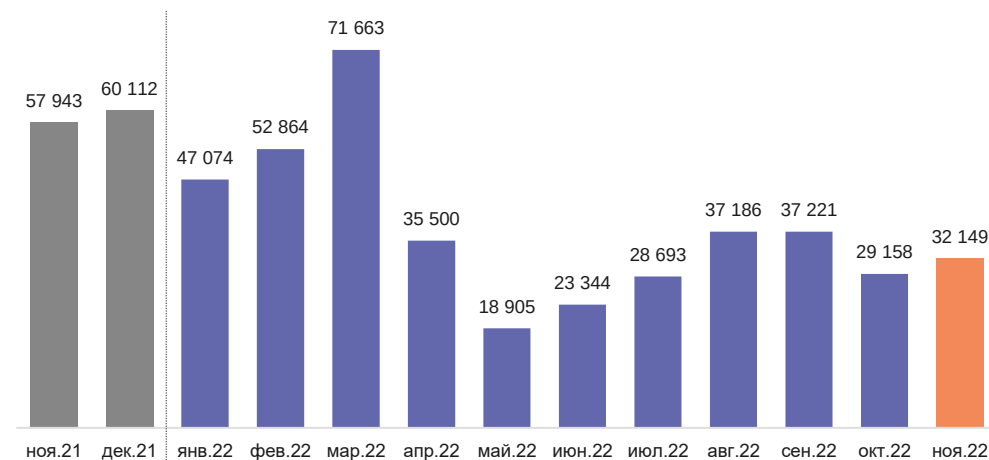
- **существенная дифференциация ставок кредитования** (3,6% в 3 кв. 2022 г. на первичном рынке ввиду роста выдачи ипотеки с субсидией от застройщика по сравнению с 9,3% на вторичном рынке).
- **снижение нового предложения застройщиками при существенном увеличении вторичного предложения.** В 2022 г. объем запусков составит ~40 млн кв. м. (-10% к 2021 г.), согласно ДОМ.РФ
- **снижение площади квартир массового сегмента**
- **консолидация:** доля 3 самых успешных девелоперов выросла на 10,11% до 51,2% от общего объема реализованной в «старой» Москве площади.
- Мы **нейтрально** смотрим на сектор, несмотря на дисконты к оценки чистых активов (58-91%) т.к. ожидаем дальнейшей коррекции цен на недвижимость. Возможные решения о редомициляции, возврат к дивидендным выплатам и большей открытости путем публикации финансовых и операционных результатов, будут позитивно восприняты инвесторами.

Риски: макро риски (снижение спроса на фоне роста затрат и неопределенности); возможная модификация льготной программы ипотеки может привести к снижению охвата потенциальных потребителей.

Объем выданных ипотечных кредитов, трлн руб.



Продажи жилых помещений в новостройках, шт.

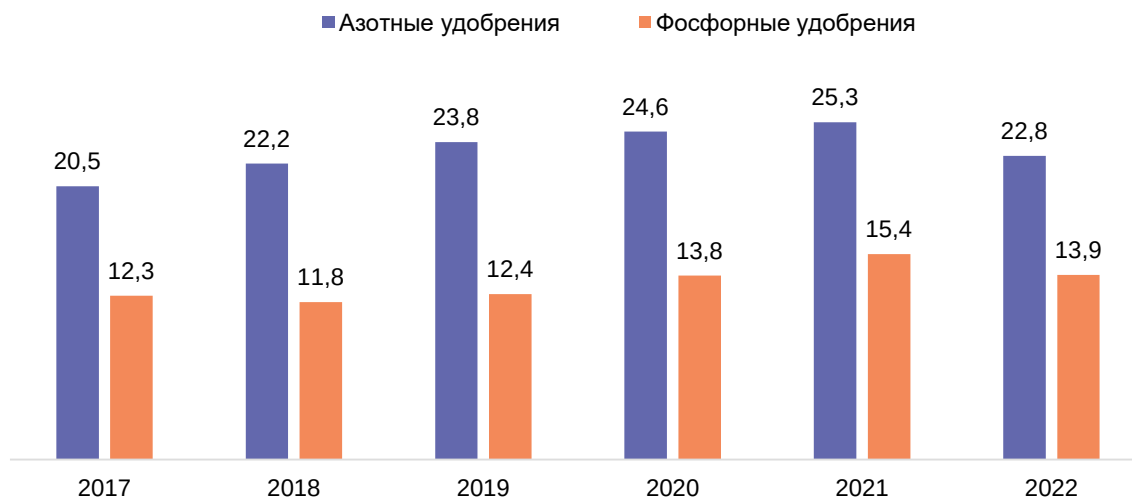


УДОБРЕНИЯ

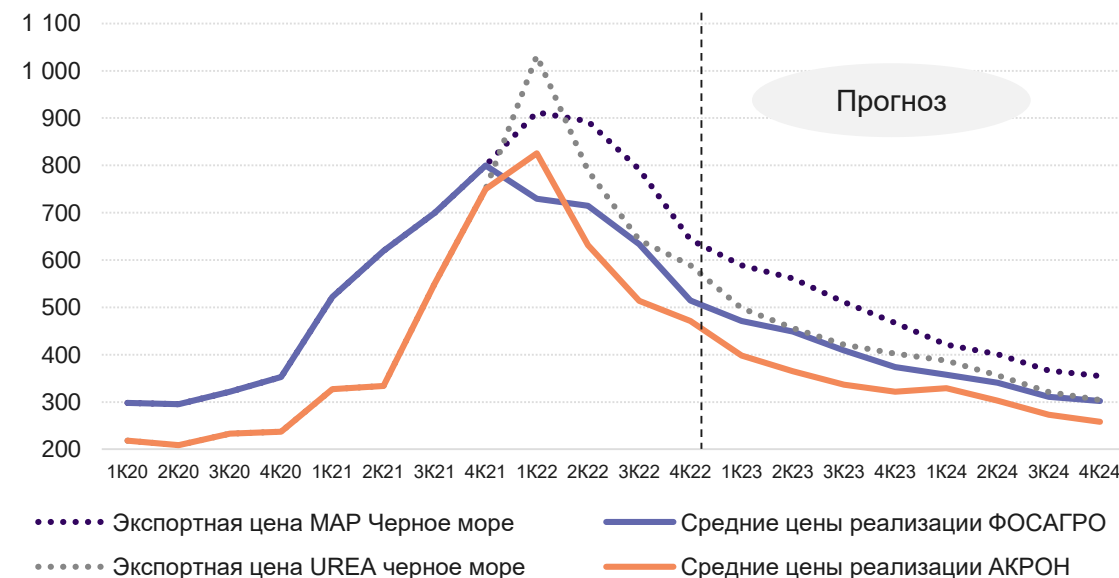
Дальнейшая коррекция цен на удобрения ожидается в 2023 г.

- У нас **негативный** взгляд на сектор, учитывая коррекцию цен на удобрения, дополнительные налоги на отрасль, большие скидки к мировым ценам на внутреннем рынке (20-30%) и высокие мультипликаторы.
- Производство и экспорт, вероятно, останутся на уровне 2022 г., поскольку Россия переориентировала поставки в Бразилию, Индию и Китай. Однако отсутствие внешних шоков должно удерживать цены на низком уровне и оказывать давление на свободный денежный поток российских компаний.
- Акции ФосАгро выглядят дорого (6,3x EV/EBITDA 2023 г. премия «+90%» к уровню 2022 г.; 8% дивидендная доходность за 2023 г. против 15% за 2022 г.). При этом мы ожидаем, что глобальная рецессия может привести к коррекции цен на фосфорные удобрения в 2023 г. Акции Акрона торгуются по высоким мультипликаторам (6,8x EV/EBITDA 2023 г.), при этом компания находится в затруднительном положении в связи с ограничениями российского правительства на экспорт азотных удобрений.

Производство удобрений в России, млн тонн



Прогноз средних цен реализации, долл./тонна

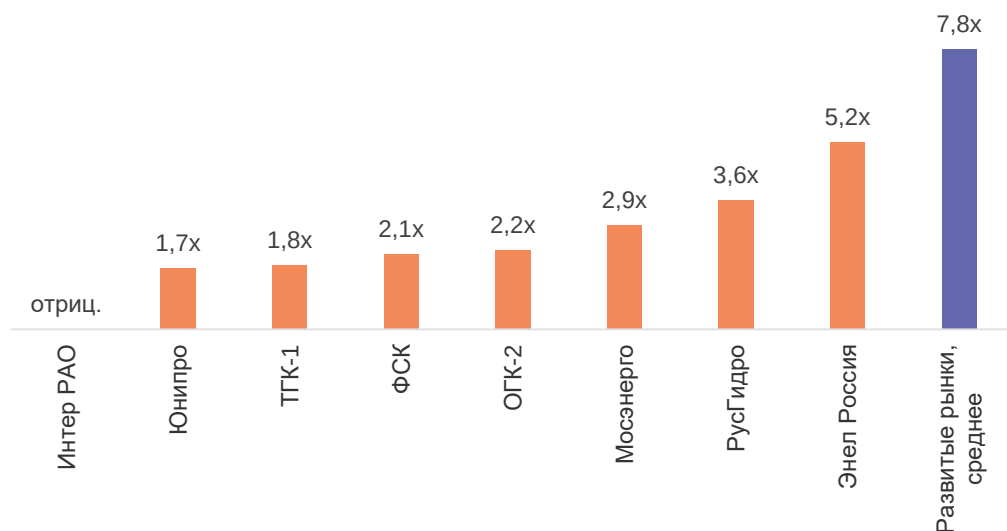


ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

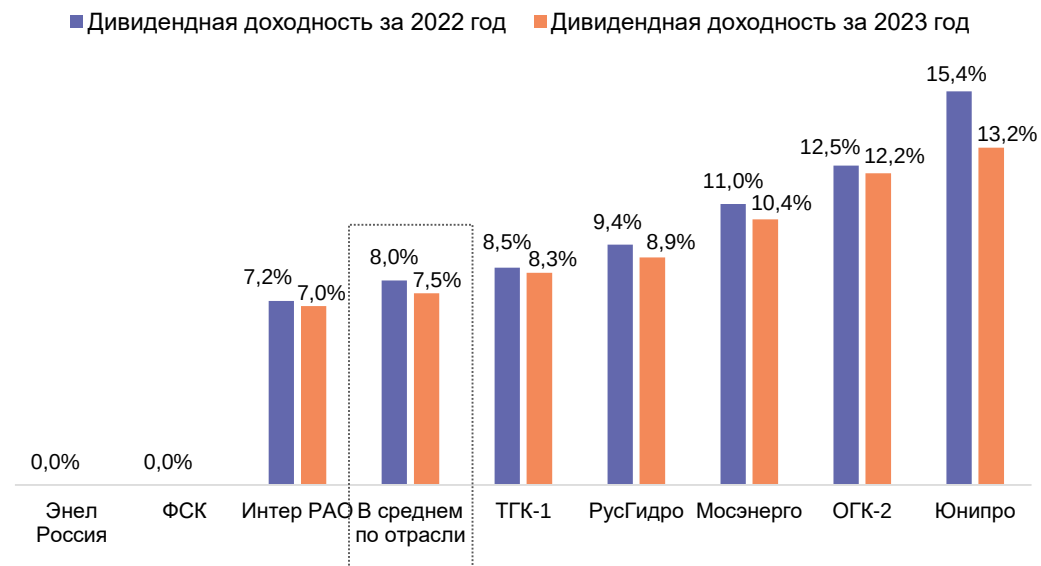
Повышение тарифов должно поддержать прибыльность в 2023 г.

- У нас **позитивный** взгляд на сектор благодаря повышению тарифов на 9% с декабря 2022 г. и привлекательной дивидендной доходности.
- Все компании ГЭХ перешли на минимальную выплату 50% от чистой прибыли в 2022 г., что означает дивидендную доходность ОГК-2, ТГК-1 и Мосэнерго в размере 8,5-12,5%.
- Мы ожидаем, что Интер РАО (2,6х P/E за 2023 г.) продолжит выплачивать дивиденды исходя из 25% коэффициента дивидендных выплат (7,2% за 2022 г.). Высокая денежная позиция и наличие ряда активов в отрасли с иностранными акционерами позволяет предположить, что сделки слияния и поглощения могут произойти в 2023 г.
- РусГидро (9,4% дивидендная доходность за 2022 г.; 4,3х PE за 2023 г.) должна улучшить рентабельность в 2023 г., поскольку повышение тарифов компенсирует рост цен на топливо благодаря высокой доле гидроэлектроэнергии в структуре Компании (80%).

Мультипликаторы EV/EBITDA 2023П



Ожидаемая дивидендная доходность, % за 2022-2023 гг.



Источник: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков, ОЕС
*Расчеты на 15.12.2022 г.

АКЦИИ КОМПАНИЙ МАЛОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ



Акции компаний малой капитализации могут стать источниками диверсификации

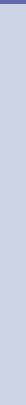
Фундаментальные факторы

- реализация долгосрочных возможностей для развития (Beluga Group, Positive Technologies)
- сильные финансовые результаты (Мечел, Globaltrans, Банк Санкт-Петербург, Beluga Group, ОГК-2, Совкомфлот)
- возврат к дивидендным выплатам на горизонте 12 мес. (Юнипро, Транснефть, Совкомфлот)

Технические факторы

- раскрытие финансовых результатов
- отсутствие инфраструктурных ограничений: конвертация депозитарных расписок, допуск дружественных нерезидентов, возможное санкционное давление
- Ликвидность акций – менее важна для розничных инвесторов (их доля в торгах 80%)

Эмитент	Тикер	Рыночная капитализация, млрд руб.	Ликвидность, млн руб.	Чистый Долг/EBITDA	Дивид. доходность (след.12 мес.)****, %	EV/EBITDA 2023	P/E 2023	Драйвер роста
Beluga Group	BELU	35,1	44,3	1,8	10%	2,9	5,0	замещение иностранных алкогольных брендов, стабильные дивидендные выплаты
Банк Санкт-Петербург	BSPB	46,2	60,0	n/a	11,1%	n/a	2,7	публикация финансовых результатов, сохранение дивидендных выплат, обратный выкуп акций
Positive Technologies	POSI	80,5	135,7	0,2	3,8%	8,0	9,2	замещение продуктов зарубежных провайдеров, разработка новых решений, увеличение перекрестных продаж и выход в новые страны
Мечел	MTLR	59,3***	335,0	1,5	0,0%	1,5	0,8	снижение долговой нагрузки (Чистый долг / EBITDA < 2,3х до 1,5х).
Globaltrans*	GLTR	48,9	38,8	0,2	0,0%	1,7	2,2	редомициляция с целью возобновления дивидендных выплат
ОГК-2	OGKB	49,6	40,0	0,4	12,5%	2,2	11,0	повышение тарифов с декабря, самая высокая дивидендная доходность в секторе
Юнипро	UPRO	86,4	34,3	0,0	15,4%	1,7	3,2	возможность стратегических слияний и поглощений с российским холдингом и возобновление выплаты дивидендов в 2023 г.
Транснефть	TRNFP	493**	107,0	0,6	15,7%	2,0	4,5	выплата дивидендов
Совкомфлот	FLOT	91,7	42,7	1,7	24,7%	3,3	3,2	рост ставок фрахта, выплата дивидендов



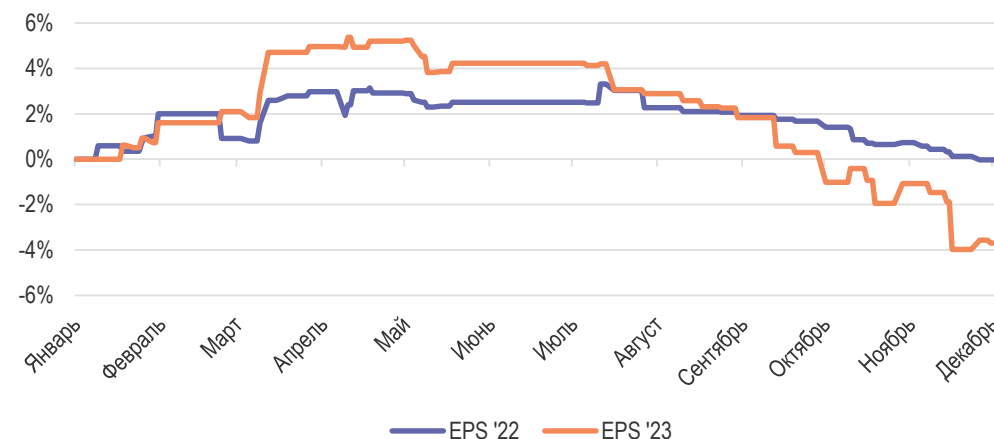
ГЛОБАЛЬНЫЕ АКЦИИ

СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ США

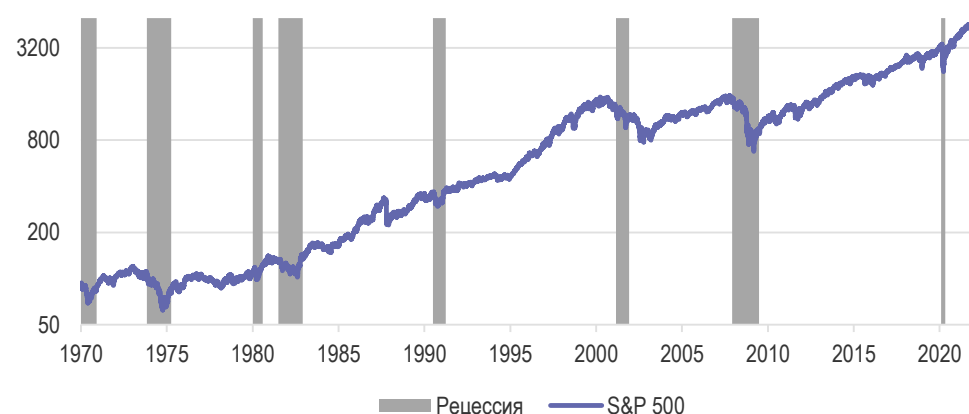
Фокус на устойчивых к инфляции секторах с устойчивым спросом

- Мы сохраняем **НЕЙТРАЛЬНЫЙ** взгляд на акции США, где видим высокую вероятность начала рецессии в 2-3 кв. 2023 г. и завышенные прогнозы по чистой прибыли для компаний.
- Несмотря на обвал американского рынка акций в 2022 г., прогнозы по чистой прибыли на 2022-2023 гг. пока не пересматривались существенным образом. Учитывая высокие рецессионные риски, мы ждем пересмотр рыночных ожиданий по росту прибылей публичных компаний, что должно оказывать давление на мультипликаторы.
- Мы не ждем, что рецессия будет сильной или продолжительной, и к концу года ожидаем увидеть возобновление экономического роста. Нормализация экономики и возможное начало монетарного смягчения должны поддержать акции в конце 2023 г., а потенциальное снижение ключевой ставки во 2 пол. 2023 г. станет главным катализатором для роста рынка.
- Мы отдаем предпочтение **финансовым** компаниям и сектору **материалов**, а также сегменту **недвижимости**. Данные сектора выделяются невысокими оценками, а также устойчивым финансовым положением и потенциалом для органического роста бизнеса в условиях высокой рыночной неопределенности.

Изменение прогнозных EPS с начала года



Динамика S&P 500 во время рецессий



СЕКТОРАЛЬНЫЕ ПРЕДПОЧТЕНИЯ

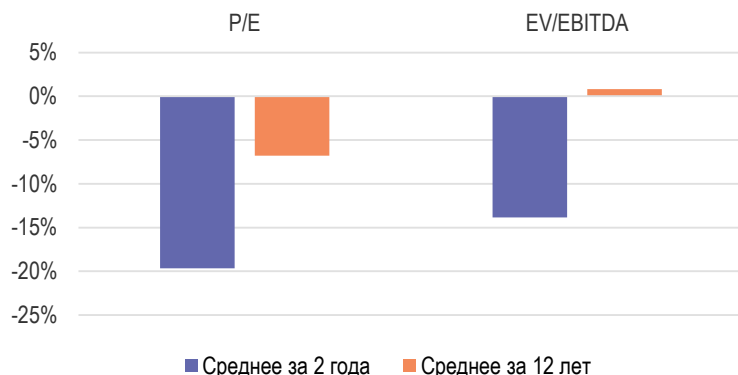
Позитивный взгляд на сектора телекоммуникаций и медиа, недвижимости и финансов

Сектор недвижимости

- Ставки в США, вероятно, достигнут пика в начале 2023 г. и перейдут к снижению во 2-й пол. года, что должно поддержать качественные акции, которые упали после начала цикла повышения ставок.
- Благодаря высоким ставкам аренда стала более привлекательной, чем покупка нового дома, а прекращение пандемии побудило людей вернуться на работу в большие города.

Сектор недвижимости

снижение мультипликаторов относительно долгосрочных средних

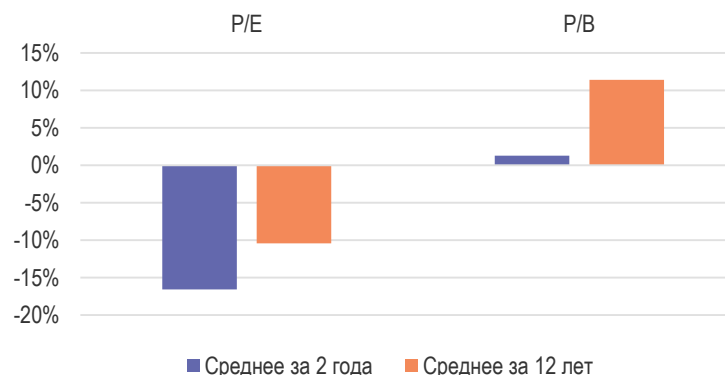


Банковский сектор

- Акции банков США торгуются с дисконтом в «-10%» к средним значениям P/E за последние 12 лет; банки выглядят привлекательно в условиях высоких процентных ставок и низких мультипликаторов.
- Списание студенческих долгов не только снизит долговую нагрузку населения, но и улучшит качество кредитных портфелей банков, что позитивно для всего сектора.

Банковский сектор

снижение мультипликаторов относительно долгосрочных средних

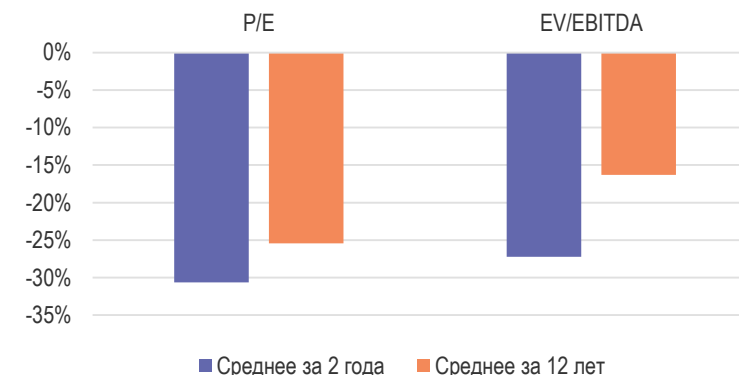


Сектор телекоммуникаций и медиа

- Ожидания замедления рынка онлайн-рекламы выглядят чрезмерными, а замедление роста в сегменте онлайн-контента уже отражено в цене акций.
- Провайдеры телекоммуникационных услуг переживают замедление спроса после существенного роста в 2020-2021 гг., что вместе с ухудшением экономических перспектив уже заложено в оценку бумаг.

Сектор телекоммуникаций и медиа

снижение мультипликаторов относительно долгосрочных средних



СЕКТОРАЛЬНЫЕ ПРЕДПОЧТЕНИЯ: НАШ ВЫБОР

Мы выбрали 7 акций, дающих оптимальную экспозицию на предпочтительные сектора

Недвижимость: покупка AVB, AMT

- **AvalonBay (AVB):** занимается развитием, реконструкцией, приобретением и управлением многоквартирными домами в Новой Англии, Нью-Йорке и Калифорнии. Компания очень чувствительна к росту ставок в США, учитывая капиталоемкую бизнес-модель, и акции должны вырасти на фоне замедления повышения ключевой процентной ставки. Также высокие ставки означают, что граждане США с большей вероятностью будут продолжать снимать жилье, а не покупать новое.
- **American Tower (AMT):** один из крупнейших глобальных публичных инвестиционных фондов недвижимости (REIT), а также лидирующий оператор телекоммуникационных вышек и прочего оборудования. Переоткрытие заводов по производству электрокомпонентов в Китае и восстановление цепочек поставок в секторе поддержат реализацию отложенного спроса на расширение 5G инфраструктуры в 2023 г. – ждем ускорение темпов роста выручки.

Финансы: покупка BAC, TFC, DFS

- **Bank of America (BAC):** второй по величине банк США, один из лидеров в сегменте розничного кредитования и в управлении активами. Один из главных бенефициаров цикла повышения ставки.
- **Truist (TFC):** шестой по величине банк США. Благодаря сильному позиционированию на юго-востоке США и в штате Техас где население растет быстро, компания может расти быстрее аналогов.
- **Discover Financial (DFS):** фокус на выпуске кредитных карт и предоставлении студенческих и ипотечных кредитов. План президента Байдена по списанию студенческих долгов приведет к повышению кредитного портфеля компании и переоценке акций

Телеком и медиа: покупка GOOGL, TTWO

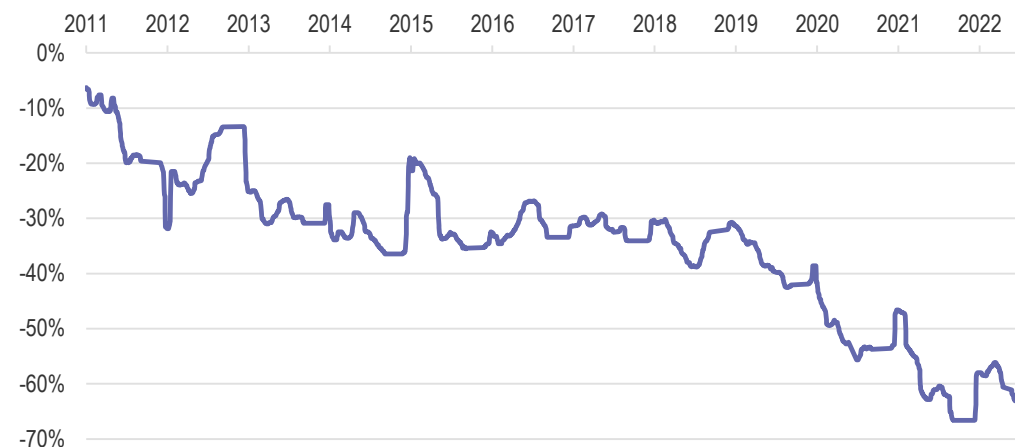
- **Alphabet (GOOGL):** компания-оператор лидирующего поискового портала в мире – Google. Большую часть выручки компания генерирует от продажи рекламы напрямую или через автоматизированный аукцион AdSense. Также компании принадлежит видео-портал YouTube, облачный сервис Google Cloud. После коррекции 2022 г., считаем, что основные риски для глобального сектора были учтены в текущей оценке компании, и ждем, что Alphabet продемонстрирует устойчивость своей бизнес-модели даже в условиях потенциальной рецессии.
- **TakeTwo Interactive (TTWO):** разработчик и дистрибьютор популярных компьютерных и мобильных игр под брендами Rockstar Games и 2K. Ожидания рынка по выручке и оценка сильно скорректировались на фоне дефицита сотрудников в игровом сегменте 2022 г. и большого количества перенесенных релизов наиболее ожидаемых игр (GTA VI и т.д.) Ожидаем восстановление фундаментальных показателей компании после низкой базы 2022 г. в связи с устойчивой структурой спроса и запуском новых игр.

СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ АКЦИЙ КИТАЯ

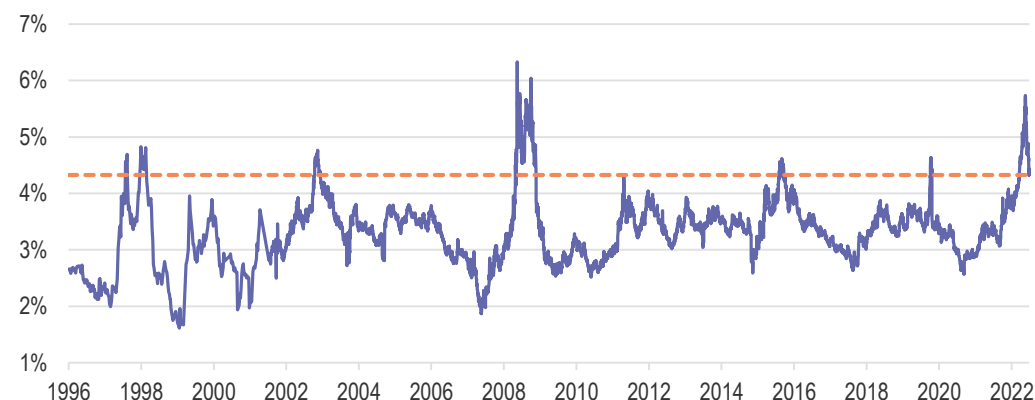
Фокус на перепроданных секторах с потенциалом роста спроса

- Мы меняем взгляд на гонконгские акции китайских компаний на **ПОЗИТИВНЫЙ** на фоне государственной поддержки строительного сектора, вероятного смягчения политики «нулевой терпимости» к коронавирусу весной 2023 г., а также привлекательной оценки рынка и снизившихся геополитических рисков.
- В Китае начинается новая волна COVID, которая рискует привести к новым локдаунам. Мы ожидаем, что до весны 2023 г. большинство ограничительных мер в рамках политики «нулевой терпимости» к коронавирусу сохранятся, что продолжит ограничивать экономический рост Китая. К середине года вполне вероятно отмена данной политики, что станет значимым катализатором для роста акций.
- Другим ключевым фактором является кризисная ситуация в строительном секторе, который снова стал активно поддерживаться китайскими властями. Вероятное сохранение господдержки даст новый импульс для восстановления китайской экономики и позволит вернуть спрос на недвижимость со стороны китайских потребителей.
- Мы считаем привлекательными акции в сегменте **производства электромобилей**, где видим значительный потенциал роста в сценарии отмены ковидных ограничений. Мы предпочитаем компании в сегменте **онлайн-рекламы и электронной торговли**, где ждем опережающую динамику на фоне ускорения экономического роста. Также мы отдаем предпочтение компаниям **строительного сектора и банкам**, которые выиграют от проводимой государственной поддержки и восстановления туристического потока внутри страны.

Дисконт по P/E fwd индекса Hang Seng к S&P 500



Дивидендная доходность индекса Hang Seng



Источники: Investing.com, оценки и расчеты аналитиков

КИТАЙ: СЕКТОРАЛЬНЫЕ ПРЕДПОЧТЕНИЯ

Позитивный взгляд на сектора нефтедобычи, финансов и телекоммуникаций

Банки

- Банковский сектор торгуется по крайне низким мультипликаторам (в среднем 0,5x Price / Book, что на 46% ниже среднего за 12 лет уровня), а прогнозная дивидендная доходность достигла 8,4%.
- Сильная государственная поддержка сектора недвижимости и снижение риска экономического коллапса сигнализируют о перепроданности сектора, а потенциальные списания банковских активов уже включены в оценку банковского сектора.

Производители электромобилей

- Китайские производители электромобилей сохраняют сильные позиции благодаря крупным субсидиям, стабильному доступу к полупроводникам и значительному увеличению производственных мощностей.
- Продажи BEV в Китае составят более 25% всех продаж автомобилей в 2022 г. и должны составить более 50% к 2025 г.

Телеком и медиа

- Отмена политики «нулевой терпимости» к коронавирусу поддержит восстановление потребительского сектора в 2023 г. (внутренние путешествия и розничная торговля).
- Ждем роста средней стоимости рекламных размещений на поисковых порталах и в социальных сетях на фоне более высокого спроса на продвижение товаров и услуг и роста количества рекламных размещений.
- Переоткрытие благоприятно скажется на объемах внутреннего производства, что в значительной степени способствует росту количества предлагаемых товаров на китайских торговых интернет-площадках. Также мы ждем рост комиссии с продаж на ключевых маркетплейсах.

Сектор недвижимости и отели

- Видим возможность восстановления сектора недвижимости в Китае на фоне сильной поддержки сектора государством и восстановления продаж. Осенью 2022 г. мы наблюдали стабилизацию законтрактованных продаж – знак возможного восстановления потребительской уверенности в секторе.
- Мы позитивно смотрим на сектор отельного бизнеса и индустрии развлечений на фоне смягчения ковидных ограничений и ожидаемого восстановления экономической активности в Китае в 2023 г.
- На данный момент, количество прибывающих туристов в регион Макао находится на исторически низком уровне – высокий потенциал для восстановления. Вместе с этим в 2022 г. произошло значительное снижение расходов населения на развлечения, и мы ждем компенсационный спрос в 2023 г.

СЕКТОРАЛЬНЫЕ ПРЕДПОЧТЕНИЯ: НАШ ВЫБОР

Мы выбрали 8 акций, дающих оптимальную экспозицию на предпочтительные сектора

Банки

- **0939.HK, China Construction Bank:** сектор недвижимости оказался под давлением из-за ужесточения регулирования в отношении разработчиков, финансовых трудностей крупнейших игроков рынка и замедления спроса на недвижимость. Банк должен стать бенефициаром государственных мер поддержки отрасли. Также, если цены на жилье начнут восстанавливаться после нескольких лет снижения, это уменьшит опасения инвесторов о кредитных списаниях.

Производители электромобилей

- **2015.HK, Li Auto:** ведущий производитель электрических внедорожников в Китае, среднегодовой темп роста выручки ожидается «+100%» до 2025 г., а в 2023 г. ожидается достижение прибыльности по EBITDA. Китай остается самым быстрорастущим рынком электромобилей в мире, и ожидается, что к 2025 г. более 50% продаж новых автомобилей будут приходиться на электромобили.

Телеком и медиа

- **9888.HK, Baidu:** компания-оператор крупнейшего поискового портала в Китае и лидер на рынке онлайн-рекламы, на которую приходится ~57% выручки компании. Baidu принадлежит ряд бизнесов в сегменте облачных услуг, ПО для автономного транспорта и первый и единственный в стране сервис беспилотного такси. Ожидаем, что восстановление потребительского спроса поддержит рост рынка онлайн-рекламы в 2023 г. после коррекции 2022 г.
- **9988.HK, Alibaba Group:** глобальный лидер в сегменте электронной торговли. Компания является оператором ряда интернет-бизнесов, логистического сервиса Cainiao, и собственного облачного сервиса Alibaba Cloud. Считаем, что компания – лидер в сегментах, которые больше всего выиграют от ускорения роста китайской экономики на горизонте 12 мес. Дополнительным катализатором станет потенциальное IPO Ant Group.
- **0700.HK, Tencent:** китайская холдинговая компания, специализирующаяся на сегменте видео-игр, социальных сетей, онлайн-рекламы, музыкального и видео-стриминга. Ждем, что правительство Китая снимет или смягчит ограничения на количество выпускаемых игровых лицензий в 2023 г. В связи с восстановлением потребительского спроса ожидаем приток бюджетов рекламодателей в социальную сеть компании – WeChat.

Сектор недвижимости и отели

- **6098.HK, Country Garden Services:** Компания имеет высокие темпы роста EBITDA (32% г/г) и торгуется по низкой оценке в 5,6x EV/EBITDA. Основная причина текущей низкой оценки – кредитный риск аффилированной Country Garden Holdings. Считаем, что компания может стать бенефициаром восстановления индустрии, а привлечение капитала со стороны Country Garden Holdings снизит кредитные риски.
- **0027.HK, Galaxy Entertainment Group:** Компания работает в индустрии развлечений и отельного бизнеса. Из компаний данного сектора, Galaxy показала наименьший убыток по EBITDA в период ковидных ограничений. Ожидаем роста бизнеса на фоне восстановления туристического потока в Макао, который сейчас находится на уровне примерно в 6 раз ниже доковидного.
- **0960.HK, Longfor Group:** Компания занимается строительством жилой, офисной недвижимости и торговых центров, а также сдачей недвижимости в лизинг и предоставлением сервисных услуг. Longfor Group выиграет от восстановления услуг в секторе недвижимости в Китае. Компания одна из немногих в отрасли, кто показал рост EBITDA г/г в 2022 г. и имеет невысокую долговую нагрузку в 3,3x по метрике Чистый долг / EBITDA.

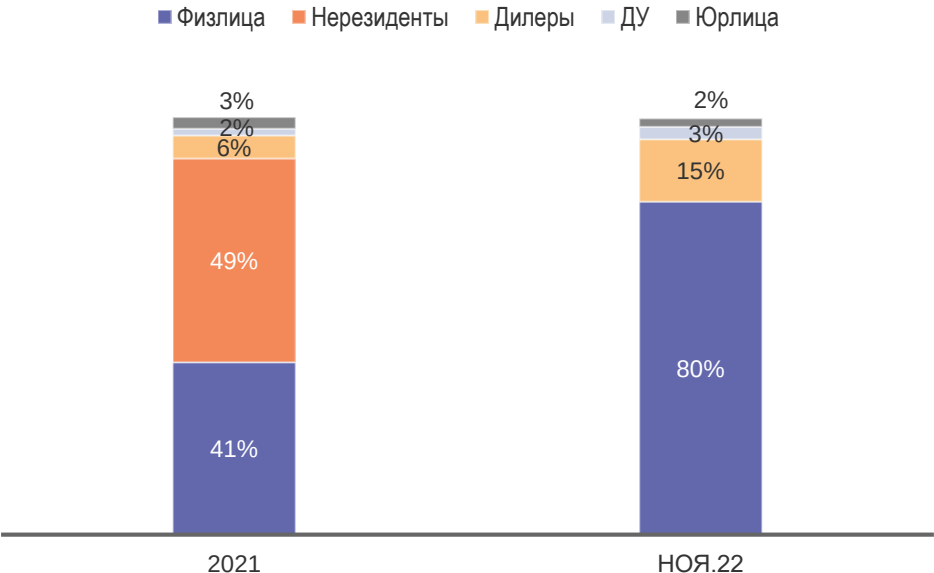


ПРИЛОЖЕНИЯ

РОЗНИЧНЫЙ ИНВЕСТОР НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ АКЦИЙ

- Доля физических лиц на российском рынке акций резко выросла (80% в объеме торгов в ноябре) на фоне ухода иностранных инвесторов.
- В 2022 г. фондовый рынок стал больше подвержен сентименту розничных инвесторов.

Оборот в режиме основных торгов по группам клиентов



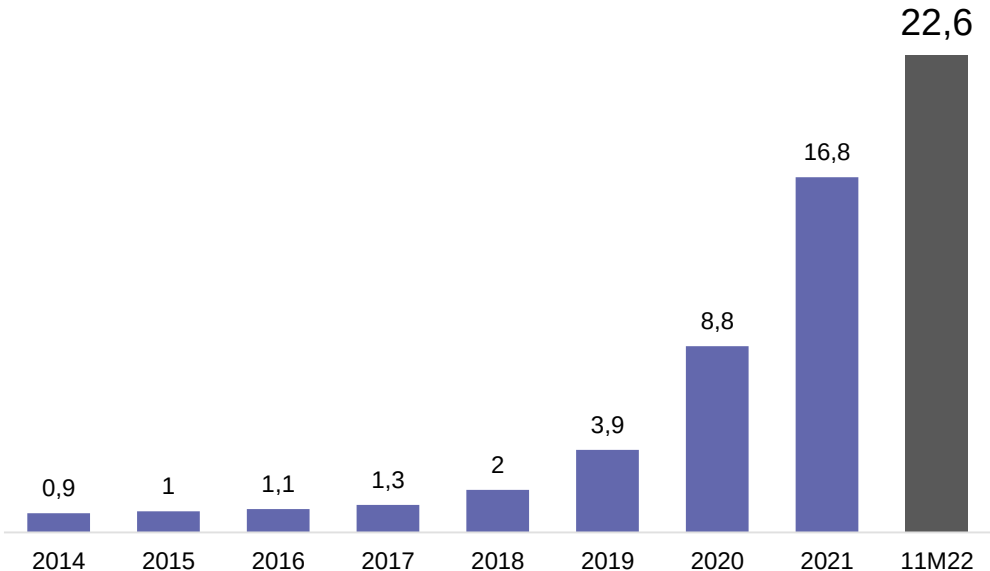
«ПОРТФЕЛЬ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА» – ТОП-10 АКЦИЙ*

~86%
Доля акций стоимости
в портфеле частного
инвестора

- Газпром
- Сбербанк
- Лукойл
- Норильский Никель
- Сбербанк преф.
- Яндекс
- Сургутнефтегаз преф.
- Роснефть
- МТС
- Новатэк

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

Количество уникальных розничных клиентов, млн

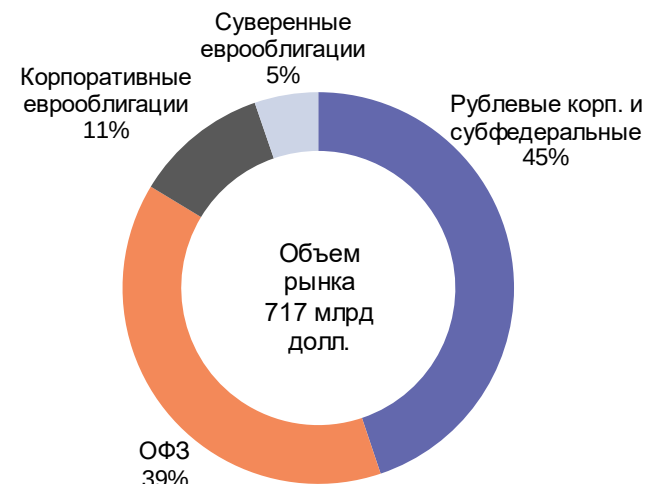


СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ

- Объем российского рынка инструментов с фиксированной доходностью превышает 717 млрд долл.
- Российский рынок облигаций обладает емким внутренним рынком долга в национальной валюте, на который приходится более 4/5 выпусков в долларовом выражении.
- Еще чуть менее 1/5 российского рынка облигаций приходится на выпуски в иностранной валюте (за 11 мес. 2022 г. уменьшился на 31,3 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

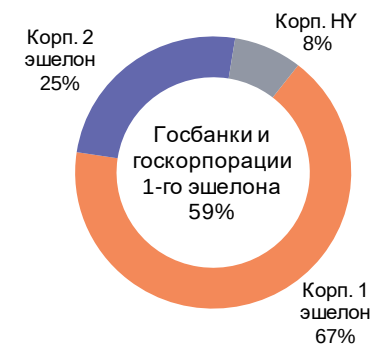
Российский рынок рублевых облигаций это:

- 36,6 трлн руб. выпусков в обращении
- Превалируют суверенные облигации и корпоративные заемщики 1-го эшелона с рейтингами AAA(RU)/ruAAA
- Преобладание облигаций финансового сектора, нефти и газа, э/энергетики и транспорта в корпоративном сегменте
- Основную роль играют институциональные инвесторы (банки, пенсионные фонды и др.), доля физических лиц в объеме торгов 24% (ноябрь 2022 г.).
- Торговые обороты с момента перезапуска торгов в марте 2022 г. сократились, в т.ч. в ликвидном сегменте ОФЗ
- Доля нерезидентов, заблокированных в ОФЗ, составила 17,6% или 2,74 трлн руб. на 1 ноября 2022 г. (данные ЦБ РФ)

Структура рынка рублевых облигаций



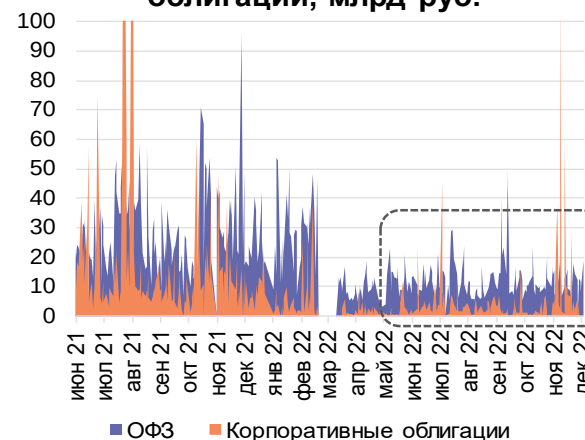
Структура рынка рублевых корпоративных облигаций



Рынок корпоративных рублевых облигаций по отраслям



Биржевой оборот рублевых облигаций, млрд руб.



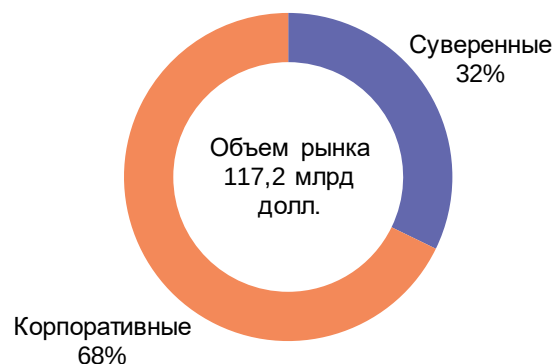
Источники: Мосбиржа, Cbonds, оценки и расчеты аналитиков

РЫНОК РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

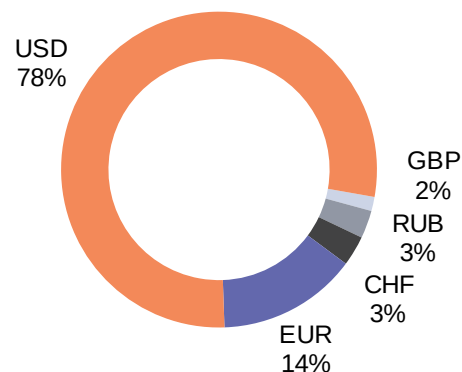
Российский рынок еврооблигаций это:

- 117 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 47,5% или 16,9 млрд долл. на 1 октября 2022 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 еврооблигаций по секторам



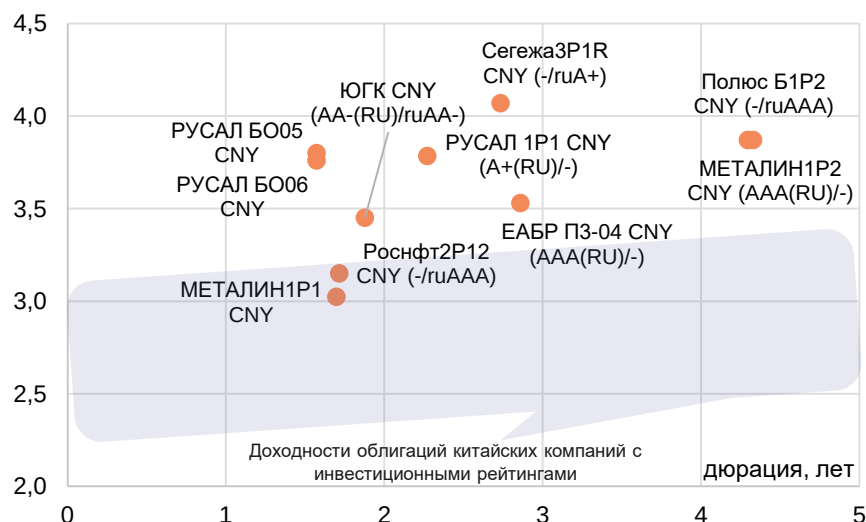
Источники: Мосбиржа, Cbonds, оценки и расчеты аналитиков

РЫНОК ЛОКАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИИ В ЮАНЯХ

В 2022 г. на локальном рынке появился новый валютный сегмент облигаций в юанях

- В августе стартовали размещения облигаций в юанях в российской инфраструктуре. На рынок вышли: Русал, Полкус, Металлоинвест, Роснефть, ЕАБР, Сегежа, ЮГК. Суммарный объем выпусков на 15 декабря достиг 35,7 млрд юаней (~5,1 млрд долл.). Планируют размещения: ГМК Норникель, Альфа-Банк и др.
- Доходности российских облигаций в юанях находятся в диапазоне 3,0-4,1% годовых – без премии к китайским аналогам. Это во многом объясняется повышенным спросом внутри страны со стороны крупных институциональных инвесторов на активы в альтернативной валюте, отличной от долларов и евро.
- Объем размещений в юанях будет нарастать со стороны крупных экспортеров (т.к. нет доступа к рынку евробондов), а также банков (под выдачу кредитов в юанях). В 2023 г. может дебютировать Минфин РФ в качестве бенчмарк. Переход на внешний товарооборот в юанях обеспечит объем ликвидности.
- Облигации в юанях дают валютную экспозицию, обращаются в безопасной российской инфраструктуре, имеется опция платежей в рублях по курсу ЦБ РФ. Одновременно есть риски отрицательной переоценки из-за их дороговизны, который может реализоваться по мере выхода на рынок большего числа новых имен.

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) / -	RU000A1059A6	1 000	3,10%	13.09.2024	100,2	3,0
Металлоинвест, 001P-02	AAA(RU) / -	RU000A1056U0	1 000	3,70%	10.09.2027	99,5	3,9
Металлоинвест, 001P-03	AAA(RU) / -	RU000A105A95	1 000	3,25%	11.12.2025	-	-
Полкус, ПБО-02	- / ruAAA	RU000A105BL8	4 600	3,80%	24.08.2027	99,9	3,9
РУСАЛ, БО-001P-01	A+(RU)	RU000A1059N9	6 000	3,75%	24.04.2025	100,0	3,8
РУСАЛ, БО-05	A+(RU)	RU000A1059P4	2 000	3,90%	05.08.2024	100,2	3,8
РУСАЛ, БО-06	A+(RU)	RU000A1059Q2	2 000	3,90%	05.08.2024	100,3	3,8
Роснефть, 002P-12	- / ruAAA	RU000A1059R0	15 000	3,05%	20.09.2024	99,9	3,2
Сегежа Групп, 003P-01R	- / ruA+	RU000A105A87	500	4,15%	10.11.2025	100,2	4,1
ЮГК, 001P-01	AA-(RU) / ruAA-	RU000A105A04	700	3,95%	19.11.2024	101,0	3,4
ЕАБР, 003P-004	AAA(RU) / -	RU000A105EV1	1 900	3,50%	07.11.2025	100,5	3,3

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 от 22 июня 2022 г. №394:** Россия временно выплачивает валютный долг в рублях по курсу ЦБ, перечисляя средства в российские депозитарии (владельцам бумаг, чьи права учтены в российской инфраструктуре), а также использует счета типа «И» для инвесторов, чьи права учтены в иностранных депозитариях (должны самостоятельно обратиться в НРД, письменно отказаться от претензий в будущем). На счете «И» средства индексируются по курсу ЦБ до момента фактической выплаты.
- **Указ Президента РФ от 5 июля 2022 г. №430:** Российские заемщики ОБЯЗАНЫ обеспечить исполнение обязательств по евробондам перед инвесторами, учет прав которых ведется в российских депозитариях через разделение платежей (в рублях внутри страны и в валюте эмиссии за рубежом) или выпуск «замещающих» локальных облигаций в российском праве:
 - ✓ Согласовали разделение платежей и сменили трасти через голосование владельцев евробондов: Полюс, РУСАЛ, Уралкалий, Норникель, НЛМК и др.
 - ✓ «Замещающие» локальные облигации выпустили: Газпром, Лукойл, Металлоинвест, Совкомфлот, ММК, БорецПИК, Совкомбанк и др.
- **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.

РЫНОК РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ



Пояснения регулятора по исполнению обязательств перед российскими инвесторами

ЦБ РФ выпустил Официальное разъяснение № 11-ОР от 23.11.2022 г. к Указам Президента РФ №95, №430 и № 529

Важным стал раздел, посвященный российским организациям, которые имеют обязательство по связанным евробондам, подлежат исполнению в соответствии с указом Президента №430 от 5 июля 2022 г.

Такие обязательства возникают, если:

- Российское юрлицо указано в эмиссионных документах иностранной компании, выпустившей еврооблигации;
- Российское юрлицо входит в одну группу лиц вместе с иностранным эмитентом еврооблигаций;
- Российское юрлицо / иностранный эмитент еврооблигаций осуществляет прямо или косвенно контроль за иностранным эмитентом еврооблигаций / российским юрлицом.

Разъяснение снимает неопределенность, связанную с распространением действия указа Президента РФ №430 от 5 июля 2022 г. относительно евробондов VEON, Evraz, ABN (Альфа-Банка), чьи холдинговые компании имеют иностранную прописку. До этого момента выплаты в российские депозитарии со стороны данных эмитентов не производились.

Разъяснение применяется с даты размещения на сайте Банка России (24.11.2022 г.).

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

АО ВИМ Инвестиции (лицензия ФКЦБ России от 06.03.2002 № 21-000-1-00059 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия; Лицензия ФСФР России от 20.03.2007 № 045-10038-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, без ограничения срока действия).

Настоящий документ и содержащиеся в нем сведения предназначены исключительно для информационных целей. Документ не рассматривается и не должен рассматриваться как предложение АО ВИМ Инвестиции о покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов или оказания услуг какому-либо лицу, не являются офертой, публичной офертой по какому бы то ни было действующему законодательству. Предоставляемая информация не может рассматриваться в качестве рекомендации к инвестированию средств, а также 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 АО ВИМ Инвестиции предоставить услуги инвестиционного советника. АО ВИМ Инвестиции не может гарантировать, что финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в настоящем документе, подходят лицам в соответствии с их инвестиционным профилем. Данные материалы основаны на публичной и общедоступной информации.

Прежде чем воспользоваться какой-либо услугой или приобретением финансового инструмента или инвестиционного продукта, Вы должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от услуги и/или продукта, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки при пользовании конкретной услугой, свою готовность и возможность принять такие риски.

Любые логотипы, если таковые приведены в настоящей презентации, используются исключительно в информационных целях, не имеют целью введение клиентов в заблуждение о характере и специфике услуг, оказываемых АО ВИМ Инвестиции, или получение дополнительного преимущества за счет использования таких логотипов, равно как продвижение товаров или услуг правообладателей таких логотипов, или нанесение ущерба их деловой репутации.

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.

Материал не является гарантией или обещанием будущей эффективности или доходности от инвестиционной деятельности. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией таких же результатов в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в инвестиционные фонды. Все прошлые данные имеют документальное подтверждение. Нет никаких гарантий прибыли или доходов от финансовых инструментов, пока иная информация не указана в соответствующих публикациях.

На размер дохода могут повлиять, среди прочего, инвестиционные стратегии и цели финансового инструмента и существенные рыночные и экономические условия, в том числе процентные ставки и рыночные условия в целом. Различные стратегии, применяемые к финансовым инструментам, могут оказать существенное влияние на результаты, описанные в настоящем материале. Адрес АО ВИМ Инвестиции: Россия, 123112, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Пресненский, Пресненская набережная, дом 10, строение 1, этаж 38, помещение I, телефон 8-800-770-70-88 (для бесплатной междугородной и мобильной связи), адрес сайта в сети Интернет www.wealthim.ru.